

الإدارة المالية

الدكتور

محمد عبد الحسن الشعراوى

كلية التجارة - جامعة الأزهر

الأستاذ الدكتور

فؤاد أبو إسماعيل

كلية التجارة - جامعة الأزهر



﴿ زَيْنَ لِلنَّاسِ حُبُّ الشَّهَوَاتِ مِنَ النِّسَاءِ وَالْبَنِينَ وَالْقَنَاطِيرِ
الْمُقَنْطَرَةِ مِنَ الذَّهَبِ وَالْفِضَّةِ وَالْخَيْلِ الْمُسَوَّمَةِ وَالْأَنْعَامِ وَالْحَرْثِ ذَلِكَ
مَتَاعُ الْحَيَاةِ الدُّنْيَا وَاللَّهُ عِنْدَهُ حُسْنُ الْمَآبِ ﴾

صَدَقَ اللَّهُ الْعَظِيمُ

سورة آل عمران الآية (١٤)

المحتويات	رقم الصفحة
الفصل الأول : الإدارة المالية - الأهداف - التنظيم	٧
الفصل الثاني : مفاهيم وتعريفات أساسية	٢٧
الفصل الثالث : التخطيط المالى والنقدى	٤٣
الفصل الرابع : التحليل المالى وأهميته	٧٥
الفصل الخامس : تحليل السيولة	٩٥
الفصل السادس : تحليل الربحية	١٢٣
الفصل السابع : تحليل مصادر الأموال واستخداماتها	١٤٣
الفصل الثامن : أساليب التمويل الداخلى والخارجى	١٦١
الفصل التاسع : أساليب ومصادر التمويل الخارجى	١٨٥
الفصل العاشر : التمويل التأجيرى للسلع والمعدات الرأسمالية	٢٧٣

الفصل الأول

الإدارة المالية - الأهداف - التنظيم

دور التمويل :

كان دور التمويل - كما قبل ١٩٥٠ - مركزاً في كيفية الحصول على الأموال وبعد ذلك تركز بصورة رئيسية على كيفية استخدام الأموال - فلم يعد المدير المالي مسؤولاً عن تدبير الأموال فقط ولكن أيضاً عن استخدامها على أن يأخذ في حسابه مسؤولية الإجابة على التساؤلات الخاصة بالنشاط أو التي تحكم نشاط المشروع :

١ - ما هو الحجم الأمثل للمشروع وكيف ينمو ويتوسع ؟

٢ - ما هي مكونات أصوله وكيف يجب أن تكون ؟

٣ - الخصوم وما ينبغي أن تكون عليها ؟

وإذا كان المدخل التقليدي لدراسة التمويل يركز على القرارات التي قد لا يتكرر أكثر من مرة في حياة المشروع - فإن المدخل الحديث (المدخل الإداري) يركز على القرارات اليومية التي يتخذها المدير المالي والتي تؤثر في حياة المشروع وعلى قيمته - والتي ترتبط بقدرته على تحقيق الكسب والربحية .

اهداف الادارة المالية :

تهدف الادارة المالية الى تحقيق هدفين وهما الربحية والسيولة
 لربحية تحقق هدف المشروع في الاستثمار ودون الربحية لا يستطيع
 مشروع تجديد اصوله كما انه لا يستطيع الوفاء بالتزاماته تجاه المساهمين
 والشركاء وتجاه المجتمع - ولقد اثبتت التجارب الاقتصادية التي قامت
 على فلسفة بعدت بها عن هدف الربحية اثبتت هذه الافكار عقمها ومن
 ارادت عنها - اما السيولة فهي هدف الادارة المالية الثاني - وهي
 منسبة توفير السيولة اللازمة للمشروع لكي يقوم بسداد التزاماته
 في مواعيدها - اذ ان التوقف عن الدفع عيبه يجب على المشروع
 لتأجيل ان يتعد عنها ما استطاع الى ذلك سبيلا - لانها تعنى تعرضه
 لانهييار والافلاس - وما اجراءات شهر الافلاس سوا في الوقت الحاضر
 وفي الماضي (حيث كان يكتب اسم التاجر المفلس على منضدة وقوم التجار
 البصق عليها) ما هذه الاجراءات الا لتعكس مدى الانهييار الذي يمكن ان
 تعرض له المشروع المفلس - وهناك كثير من الشروط الناجحة من حيث
 قام المبيعات لكها فشلت وذلك لعدم توفر السيولة المناسبة في الوقت
 مناسب للقيام بسداد التزاماتها .

وصبح هذين الهدفين هما شغل المدير المالي الشاغل ومن ثم تلقى

عليه عبا القيام بهاتين المهمتين - وهما تحقيق الربح والسيولة
وقد يبدوا هذين الهدفين متعارضين - إذ ان العمل على تعظيم
الربحية يؤدي الى الاقلال من السيولة كما ان تعظيم السيولة يؤدي الى
تدنس الربحية - وهما امران قد يبدوا ان كلا منهما متناقض مع الآخر
ولكن المدير المالى اذا انظر اليها بشئ من التوازن او نظر الى الربحية
على انها هدفه الاول فان السيولة مع الادارة الفعالة يمكن ان تكون من
العوامل الرئيسية فى تحقيق هذا الهدف .

وهناك من يرى ان هدف المنشأة ليس الربح فقط ولكنه ايضا الرضا
النفسى (١) الى جانب الربح .

ولكن دروكر Drucker يرى ان الربح هو الهدف الاساسى
 للمنشأة فالمنشأة عند تنظيم يسعى للربح وان غياب هذا الهدف يحتمل
المخاطرة باستمرار المشروع (٢) وعدم القدرة على تجديد اصوله .

(١) Elmore Petersen and Others, Business Organization
and Management (ILL. Richard D. Irwin, Inc, 1962), PP
64 - 65 .

(٢) Peter F. Drucker, The Practice of Management
(New York: Harper & Brothers Publishers, 1954)
P. 62 .

تنظيم الادارة المالية

الادارة المالية مثولة عن توفير مصادر التمويل المختلفة وتوجيهها نحو الاستخدام • والمدير المالي او * نائب رئيس مجلس الادارة للشؤون المالية * وايما كانت الصيغ فهو عضواً في مجلس الادارة يحكم نفسه ويقرر ما يحدث الخط بين احوال المدير المالي والمراقب المالي • وان نائب رئيس مجلس الادارة للشؤون المالية يمكن ان يعمل تحت توجيهه كلا من المدير المالي والمراقب المالي شخصين كلا منهما :

اختصاصات المراقب المالي

- الحسابات
- المراجعة
- التكاليف
- الضرائب
- المحاسبات

اختصاصات المدير المالي

- التخطيط
- الائتمان
- التمويل
- الاستثمارات
- الاعمال المصرفية
- التأمين والخزينة

ومن الواضح ان المراقب المالي يقوم بمراقبة احوال الحسابات والتكاليف والضرائب والمراجعة وما الى ذلك • معنى هذا ان هناك ٣ وظائف رئيسية Key Positions في الادارة المالية في المفروقات الكبيرة

وهي نائب رئيس مجلس الادارة للفنون البالية والدير المالي والمراقب
المالي . وهناك عدة عوامل ساعدت على احداث تغيير في
هيئة عمل المدير المالي ومن هذه العوامل :

١ - تعاظم حجم المشروع الامر الذي انشغل على تاهل الرؤساء
التنفيذيين بامام كثيرة .

٢ - تنوع المنتجات وكذلك الاسواق بالنسبة لكل مشروع .

٣ - الاهتمام بالبحوث والتطوير اصبحت من سمات الاقتصاد
الجديدة .

٤ - زيادة الاهتمام بتحقيق معدلات نمو اكثر ارتفاعا .

٥ - زيادة فاعلية الاتصال (ثورة النقل والمواصلات) وما احدثته
من تطور في الاعمال .

٦ - زيادة حدة المنافسة - ونشأول قرص الرهبة .

وان نلخصهم الادارة البالية يتاثر بالعوامل الاتية :

١ - تحديد المدة .

٢ - حجم النشاط .

٣ - إمكانية تجميع وتقسيم أوجه النشاط .

٤ - ملائمة الإدارة الحالية بالإجراءات التنفيذية والمالية والطرق

التي سيتم بها اختيار نيط التنظيم .

اذ أن التنظيم ما هو الا وسيلة لتحقيق الهدف وطريقته

اختيار مكل التنظيم لا بد وأن يعكس الانعطاف التي يمكن أن تحقق

الهدف .

تطور وظائف الإدارة المالية :

مرت الإدارة المالية بسلسلة من التطورات سواء بالنسبة لمفهومها أو بالنسبة للأعمال المنوطة بها أو بالنسبة لأدوات التحليل المستخدمة في القاء الضوء على الموقف المالي للشركة . وعند بداية ظهور الإدارة المالية كوظيفة مستقلة داخل المشروع فإن مجالات أعمالها تركزت أساسا حول إعداد وحفظ الدفاتر والمستندات Records المالية ، تجهيز وإعداد التقارير المالية Preparing Reports ، متابعة الموقف النقدي Cash Position ، توفير الأموال اللازمة لدفع ديون الشركة عندما يحل موعد الدفع . وعندما كان المدير المالي Financial Manager يجد أن الموقف النقدي ، أو حالة السيولة Liquidity بالشركة غير كاف لدفع مثل هذه الديون فإن مسئوليته كانت تمتد لتشمل القيام بتوفير الأموال اللازمة لمواجهة هذا الموقف وذلك بطريقة روتينية تتمثل أساسا في زيادة حجم الاقتراض الخارجي .

في الوقت الحالي توسع نطاق الإدارة المالية بحيث أصبح يشتمل على الأنشطة الثلاثة الرئيسية التالية :

- ١ - تحديد حجم الأموال اللازمة للاستخدام داخل الشركة .
- ٢ - توزيع Allocating هذه الأموال Funds على الاستخدامات المختلفة سواء كانت استخدامات رأسمالية أو استخدامات جارية .
- ٣ - البحث عن أفضل مزيج مالي The best mix of financing وكحل للتوصل إلى موقف مالي مناسب سواء بالنسبة لمصادر الأموال أو بالنسبة للاستخدامات المختلفة لهذه الأموال في شكل أصول ثابتة أو متداولة .

التطور التاريخي في تدريس الإدارة المالية :

وعموما يمكن معرفة مراحل تطور وظيفة التمويل بشكل تصنيفي أكثر لو قننا رجعا للوزراء والقينا الضوء على مراحل تطور دراسة هذا العلم واهتمامات الباحثين خلال كل مرحلة بمجالات معينة من مجالات الدراسة الخاصة به ،

والأسباب التي كانت وراء توجيه الاهتمامات نحو مجال معين وتركه غيره من مجالات التمويل الأخرى .

ففى السنوات الأولى من بداية القرن العشرين Century بدأ الاهتمام بتدريس مادة المنشآت المالية كعلم مستقل بعد أن كان يدرس كجزء من علم الاقتصاد Economics . ولقد كان الاهتمام الرئيسى خلال هذه المرحلة يتمثل أساسا حول دراساته أسواق رأس المال والمنشآت المالية التى تعمل داخل كل مستوى وكيفية أدائها لوظائفها .

ولقد كان الدافع وراء ذلك هو أن الاقتصاديات الرأسمالية خلال هذه المرحلة تميزت بوجود مجموعة من الاحتكارات أو الشركات كبيرة الحجم مثل شركة الحديد والصلب وخلافه والتي كان شكلها الشاغل هو كيفية استثمار الدخل الذى تحصل عليه، وأيضا كيفية توفير درجة أكبر من الاستقرار المالى .

وبطبيعة الحال فإن السجلات والدفاتر المحاسبية بشكلها الحالى لم تكن قد ظهرت واستخدمت بشكل منظم كما هو الحال الآن، أما نتيجة لعدم الاهتمام بتدريس مواد المحاسبة فى ذلك الوقت أو نتيجة لعدم تدخل المشرع بفرض الزام الشركات بإعداد واستخدام هذه السجلات والدفاتر .

ابتداء من العشرينيات بدأت الاختراعات الجديدة Innovations تظهر بشكل أكثر وضوحا مما سبق وبدأت صناعات جديدة تظهر لأول مره وهذا بدوره ساعد فى حاجة إلى البحث عن مصادر التمويل اللازمة لتمويلها هذا الموقف - س - أدى إلى ظهور الدراسات الخاصة بالسيولة Liquidity وتمويل المنشآت باحتياجاتها من الأموال حيث ظهر كتاب ديونج Dewing عن السياسة المالية للمنشآت ^(١)، وبدأ يدرس فى معظم الجامعات خلال هذه الفترة . تركز الاهتمام أيضا خلال هذه المرحلة حول دراسة مخاطر الاستثمار وكيفية خلق درجة أكبر من الضمان Security والاستقرار فى أسواق رأس المال .

^(١) Arthur S. Dewing , the Financial Policy of Corporations , (New York : The Ronald Press Company , ١٩٧٢) pp . ٦ - ٩ .

تسببت مرحمة التلاخيص وهي التي تعزيت بوجود فترة الانتعاش المالي وهو بدوره جمل مشهور الإدارة المالية يستل من الاهتمام بـتسبب من سمات جنيدہ للاستثمار إلى البحث عن مجموعة من الوسائل المالية الدفاعية Defensive لمجابهة فترة الكساد، حيث تمثل هذا أساساً في شكل الاحتفاظ بدرجة أكبر من الميولة النقدية، وإعادة تنظيم Reorganization أنشطة الشركة المختلفة وذلك بغرض مواجهة حالة الكساد هذه والابتعاد عن مجالات الاستثمار ذات المخاطر العالية .

تميزت هذه الفترة أيضاً بتصفية نشاط العديد من الشركات وإفلاسها إما لضعف المركز المالي أو لعدم القدرة على تطوير سياسات الإنتاج والتسويق لتتفق مع الظروف الاقتصادية السائدة في هذا الوقت، نتيجة لذلك بدأت الحكومات تتدخل بدرجة أكثر في الشؤون المالية للشركات الفلكمة وأصبح هناك انترام من جانب هذه الشركات بضرورة تنظيم السجلات والقوائم المالية وتنظيم عرض البيانات المحاسبية التي تحتوي عليها بشكل يساعد على إعطاء صورة أكثر وضوحاً عن جوانب الربحية والميولة .

خلال الأربعينات والخمسينات عاد الاهتمام بتركز مرة أخرى حول تدريس التمويل من وجهة النظر التقليدية ، وهي بدورها تنظر إلى التمويل من وجهة نظر المستثمر الخارجي Investor . وفي ضوء ذلك زاد اهتمام الباحثين بدراسة التدقيق النقدي Cash flows وطرق الرقابة على حركة النقدية الداخلة والخارجة من المشروع والعائد على رأس المال .

وهذا الاتجاه في الدراسة بالتالي ينظر إلى الإدارة المالية على أنها عبارة عن عملية مستمرة من اتخاذ القرارات الإدارية سواء تلك المتعلقة بمصادر التمويل أو تلك الخاصة بتوزيع موارد الشركة على كافة الاستخدامات أو الأصول، أو تلك الخاصة بالمحافظة على بقاء الشركة واستمراريتها .

ابتداء من منتصف الخمسينات بدأ الاهتمام يتجه نحو دراسة التمويل كما يبدو من وجهة النظر الإدارية ، وهذا يعني أن الاهتمام بدأ يتركز حول دراسة تمسب الأساليب لتوزيع رأس المال على مجالات الاستخدام " الأصول "

المختلفة وكيفية تقييم مشاريع الاستثمار في ظل هدف واضح للإدارة المالية يتمثل أساساً في تعظيم الربح في ذلك الوقت^(١).

بالختصار شديد تحول التمويل من مجرد دراسة وصفية Descriptive إلى دراسة تشتمل على العديد من النماذج والأنواع الرياضية والأحصائية التي تكفل تقييم كل بديل من بدائل الحصول على رأس المال واستخداماته، ومن دراسات تتعلق أساساً بكيفية توفير الأموال Procurement of Funds إلى دراسة تتعلق بكيفية إدارة الأصول Management of Assets والخصوم وكيفية توزيع رأس المال على الأصول المختلفة وكيفية تقييم الموقف المالي للشركة، ومن دراسة تتعلق بالإهتمام بأدوات التحليل التي تهتم بالمستثمر الخارجي إلى دراسة تتركز حول التكاليف الإدارية التي تتعلق بمجالات التمويل المختلفة.

التحليل الحدي

أحد اهتمامات النظرية الاقتصادية دراسة كل من العائد والتكلفة الحدية لعوامل الإنتاج المختلفة. والهدف في مثل هذه الحالة هو اختيار البديل الذي يكفل تخفيض التكلفة إلى أقل حد ممكن وفي نفس الوقت العمل على تعظيم العائد بالنسبة لتخفيض التكلفة فإنه يمكن التوصل إليها عن طريق اختيار أفضل مزيج لمداخلات Inputs عوامل الإنتاج. وهو الذي يمكن أن يتحقق عندما تتساوى التكلفة التي تترتب من وراء إحلال عنصر معين من عناصر الإنتاج مع تكلفة عنصر آخر بديل. ويكون من مصلحة الشركة في مثل هذه الحالة أن تحل عنصر معين من عناصر الإنتاج محل عنصر آخر عندما تجد أن هذا العنصر موجوداً بكمية أقل من التكلفة الحدية التي ترتبت على إحلاله بكمية أكبر من تلك التي كانت قائمة قبل إحلال هذا العنصر محل عنصر آخر من عناصر الإنتاج. وبالنسبة لكل عنصر من عناصر الإنتاج على حدة فإن حالة التوازن يمكن التوصل إليها عندما يتساوى كل من الإيراد والعائد الحدي الخاص به. وهذا يعني أن حالة التوازن بالنسبة للاستثمارات الثابتة مثل الآلات وخلافه تتحقق عندما يتساوى الإيراد الناتج من إضافته وحدة حدية (اله جديده مثلاً) مع تكلفة رأس المال المستثمر فيها. في ظل النظرية الاقتصادية فإن النقود عولمت على أنها عنصر من عناصر الإنتاج وأصبح

^(١) لاحظ أن هدف تعظيم حقوق الملاك أو رأس المال للمالكين هو اختف السيطرة في الوقت الحالي في ظل ظروف ربحية الخصاصة.

بالإمكان معرفة الحجم المناسب منها وذلك عندما يتساوى كل من الأيراد الناتج من استخدام وحده حثيه من النقود في مجالات الاستثمار المختلفة مع التكلفة التي سوف تتحملها الشركة نتيجة للحصول على هذه الأموال من البنوك (مسر الفائدة السائد في السوق مثلا) أو نتيجة لتكلفه الفرصه الضائعة على الشركة لو أن هذه الوحدة الحثيه من النقود استخدمت في مجالات استخدام أخرى اعطت عائد حثيا مختلفا .

أما بالنسبة لتعظيم العائد فإن يمكن التوصل إليه عن طريق اختيار مزيج عوامل الإنتاج التي تحقق أكبر عائد ممكن . وهذا يعنى أنه طالما أن العائد الحدى لمزيج معين من عوامل الإنتاج يتخذ إتجاها صعوديا نحو الارتفاع يكون من مصلحة الشركة الإبقاء عليه . ويستخدم التبادل والتوافق يمكن اختيار مزيج عوامل الإنتاج الذى يتساوى عائد الحدى مع العائد الحدى لمزيج آخر من عوامل الإنتاج يمكن الاستقواء عنه . هذا التحليل يوضح أن مبادئ النظرية الاقتصادية استخدمت في مجال التمويل بل إن التمويل، كان يدرس في بداية نشأته على أنه جزء من علم الاقتصاد .

وباختصار شديد فإن العلاقة بين النظرية الاقتصادية ونظرية التمويل تتركز حول موضوعين رئيسيين :

- ١- دور النقود والأسواق المالية بالنسبة للنشاط الاقتصادى للشركات .
- ٢- علاقه بين النشاط المالى للشركات والظروف الاقتصادية العامه فى لدوله من كساد ورواج وتضخم وخلافه .

بالنسبة للنقطه الأولى فإن القرارات الماليه على مستوى الشركة من أهم أن تتخذ فى ظل الظروف الماليه السائده فى اسواق رأس المال وهذا يعنى أن اختيار هيكمل معين لاستخدامات رأس المال، أو لمصادر التمويل، أو لموعد إصدار الاسهم والسمندات الجديده لتمويل لزيادة فى رأس المال كلها تتأثر بالظروف الاقتصادية العامه وحالة العرض والطلب والاسعار السائده فى اسواق رأس المال .

بالنميه للنقطة الثانية فإن هناك العديد من الإملاء التي توضح ان النشاط الاقتصادي العام للدولة يتوقف لحد كبير على مدى نجاح الإدارة الماليه بالمؤسسات المختلفة في اتخاذ القرارات الماليه الرشيده التي تضع في اعتبارها كل من للعائد والتكلفة الخاصة برأس المال وغيرها من الأنشطة المتعلقة باستخدام الأموال وتلك المتعلقة بالحصول عليها .

تعظيم الربح وتعظيم حقوق المساهمين :

لكي يقوم المدير المالي باتخاذ القرارات الماليه السليمه يجب عليه ان يعرف بوضوح الأهداف الفرعية والعامه للشركة . ومن المهم ان يوضح منذ البداية أنه لا يوجد اتفاق عام فيما بين الباحثين حول الهدف الاساسي الذي يجب ان يدور حوله نشاط الشركة حيث هناك البعض الذي ينظر الى تعظيم الربح Profit Maximization على أنه يمثل الهدف الرئيسي للشركة ، بينما هناك البعض الآخر الذي اتخذ من تعظيم حقوق المساهمين أو قيمة رأس المال المملوك على أنه يمثل الهدف العام الذي يجب ان تحاول الشركة تحقيقه ، بينما ظل هناك البعض الآخر الذي هاجم الأهداف الاقتصادية للشركة سواء في شكل تعظيم الربح أو تعظيم قيمة رأس المال المملوك وكانت حجتهم في ذلك ان هناك بعض الأهداف الاجتماعيه Social التي يجب ان تأتي في مرتبة اعلى من الأهداف الماليه .

ونحن نتفق مع البعض^(١) في أن تعظيم قيمة رأس المال المملوك ممكن أن يتخذ كهدف عام للشركة باعتبار أن هذا الهدف في الوقت الذي يشتمل على الأهداف الماليه الأخرى مثل تعظيم الربح أو تعظيم العائد على رأس المال ، فإنه لم يتجاهل مجموعه الأهداف غير الملموسة مثل السمعة الطيبة للشركة ، وأثرها على قيمة رأس المال المستثمر . وعادة فإن سعر السهم في أسواق الأوراق الماليه يتخذ كأساس لقياس درجة الارتفاع أو الانخفاض في قيمة رأس المال المملوك ، وهذا بدوره ياتثر بسياسة توزيع الأرباح على المساهمين ، ودرجه مقايته المركز المالي للشركة وغيرها من العوامل .

^(١)James C. Van Horne, Financial Management and Policy, Second ed. (Prentice Hall International.

ومن المهم أن نوضح أن غالبية الدراسات تتخذ من تعظيم الربح كهدف أساسي للمشروع ولكن من وجهة نظرنا فإن تعظيم قيمة رأس المال المملوك Maximization of owned Capital يعتبر أشمل من هدف تعظيم الربح لأن الربح الأجمالي Total Profits ليس مهما من وجهة نظر معظم المستثمرين كما هو الحال بالنسبة للدخل المحقق على كل سهم من أسهم رأس المال ومعدل الزيادة في أسعار الأسهم في البورصة.

تأثير عنصر الزمن :

إن تعظيم العائد على رأس المال المملوك قد لا يعتبر في حد ذاته السبب الأهداف بالنسبة للشركة ذلك لأنه لا يأخذ في اعتباره عامل الوقت وأثره على القيمة الحالية للنقد . على سبيل المثال هل يمكن القول أن مشروع معين يحقق ١٠٠ جنيه سنوياً لمدة ٥ سنوات أي ٥٠٠ جنيهه عائد متجمع على السهم مع مشروع آخر يكفل تحقيق ٦٠٠ جنيه في نهاية السنة الخامسة كدخل على السهم فعند تجاهل القيمة الحالية للنقد نجد أن الدخل في الحالة الثانية أعلى من الدخل في الحالة الأولى ولكن لأن الزمن له قيمة مالية لذلك لا يجب أن نتجاهله لذلك فإن المقارنة بين المؤقتين تتطلب معرفة أي المشروعين سيؤدي إلى زيادة أعلى في قيمة أسهم الشركة في البورصة وهذا يتطلب معرفة القيمة الزمنية للنقد .

وقد يحتاج الأمر لدراسة سلوكيات المستثمرين تجاه القيمة الحالية للنقد فهناك الفئة من المستثمرين الذين تتوافر لديهم القدرة على الانتظار عشرات السنين قبل أن تبدأ استثماراتهم تحظى عائداتها ظاهراً أن العائد المحقق في مثل هذه الحالة يكون مجزياً لهم وهناك المستثمرين الذين يفضلون الحصول على العائد الفوري .

عامل المخاطرة :

أيضاً فإن إخفاق عائد السهم كهدف أساسي من الممكن أن يتخذ على أساس أنه لا يضع في اعتباره درجة المخاطر Risk وعدم التأكد Uncertainty المرتبطة بتحقيق الدخل في المستقبل ، وهذا يعني أن هناك مشروعات استثمار تتعرض لدرجة أكبر من المخاطر عن مشروعات استثمار أخرى ، وتصبح المقارنة بينهما في مثل هذه الحالة غير قائمة على أساس سليم . فالدخل المرتفع قد لا يمثل اغراءاً بالنسبة للمستثمر إذا كانت هناك درجة عالية من المخاطرة وعدم التأكد المرتبطة بمدى قدرة الشركة على تحقيق مستوى الدخل المطلوب .

تعظيم قيمة رأس المال المملوك أو أقصى ثروة :

من وجهة نظر هذه العوامل فإن هدف تعظيم قيمة رأس المال المملوك يعتبر أشمل من هدف تعظيم الدخل على رأس المال المملوك وذلك نظرا لأن الهدف الأول يتطلب على عيوب الهدف الثاني ويأخذ بالتالي في اعتباره القيمة الحالية للمساهمين ودرجة التأكد من تحقيق الأرباح المستقبلية وأثرها على قيمة الأسهم في أسواق الأوراق المالية وهو بالتالي يعتبر دليلا على درجة متانة المركز المالي للشركة، ويعكس أيضا درجة ثقة المستثمرين في كفاءة ومهارة إدارة الشركة .

المسئولية الاجتماعية :

من وجهة نظر الحال فإن اتخاذ تعظيم قيمة رأس المال المملوك كهدف لايعنى ان تجاهل الإدارة مسئولية الشركة تجاه المجتمع . فالشركة يجب ان تضع نصب عينيها عدم استغلال المستهلك، ودفع اجور عادلة Fair wages للعاملين بها، ومراعاة العدالة عند القيام باختيار وتعيين عاملين جدد، وتدعيم أنشطة التدريب والتعليم بالنسبة للعاملين وغيرها من العوامل الاجتماعية . وبطبيعة الحال فقد يبدو للوهلة الأولى ان هناك تعارض فيما بين هدف تعظيم قيمة رأس المال المملوك ومجموعة الأهداف الاجتماعية السابق ذكرها ولكن لو تمعنا في الموقف فإننا نجد أنه لا يوجد تعارض على الإطلاق طالما وضع المجتمع وإدارة الشركة في الاعتبار أن الرخاء الاقتصادي سوف يعود على الطرفين بالخير وطالما حاول كل طرف ان يضع في اعتباره المشاكل والأهداف التي يصبو كل طرف إلى تحقيقها .

وهذا يعنى أنه عندما يقوم المخطط بوضع العوامل الاجتماعية فقط الاعتبار وذلك عند اختيار موقع إقامة المشروعات في بعض المناطق التي تعتبر غير مناسبة على الإطلاق من حيث المزايا الاقتصادية فحينئذ سوف يخفض حجم العائد الاقتصادي لرأس المال بالشكل الذي قد يعود على المجتمع ككل بالضرر، وبغض على عدم تحقيق الأهداف الاجتماعية في الأجل الطويل .

تأثير التضخم النقدي على الإدارة المالية :

يؤثر التضخم على القرارات المالية للشركة ومجالات التأثير التي اقترحها البعض تتمثل في الآتي^(١)

١- معدلات الفائدة والمخاطر :

سندات الحكومة تعتبر خالية من المخاطر لأنه لا يطل أن تمتنع الحكومة عن دفع الديون التي عليها . ويرتبط على ذلك أن معدل الفائدة على السندات يعتبر معدل خال من المخاطر لأنه مؤكد الحصول عليه . وعند التخطيط لهذا المعدل فإنه يجب أن يغطي كل من معدل الفائدة الحقيقية يضاف لها مقابل معين لتغطية أثر التضخم النقدي في الأجل الطويل . وعندما نتوقع الحكومة ارتفاع معدلات التضخم فإنه يجب أن ترفع من معدل الفائدة على السندات الحكومية حتى يقبل المستثمر على شرائها، ولكن علينا من جهة أخرى نعرف أن السندات الحكومية قد تستخدم كإداة للسيطرة على معدلات التضخم لأن الحكومة عندما تصدر كمية معينة منها فإنه تسحب كمية معينة من النقود من التداول والاستخدام في شراء السلع المختلفة، وهذا يعني بالتراض ثبات العوامل الأخرى انخفاض معدلات الطلب على تلك السلع مما يؤدي إلى انخفاض معدلات التضخم طالما أن حجم المعروض من تلك السلع لم ينخفض بنفس النسبة الخاصة بانخفاض كمية النقود .

وإذا نظرنا إلى السندات التي تصدرها الشركات نجد أن الفائدة عليها يجب أن تغطي العائد الحقيقي زائد مقابل معين يزيد كلما زادت درجة المخاطر لأن المستثمر قد لا يستطيع الحصول على الفائدة بل وقد يضع عليه جزء من رأس المال نفسه إذا ما أفلست الشركة واضطر حامل السند إلى الدخول في قسمه الغرام مع غيره من الدائنين وكانت أصول الشركة غير كافية لتغطية مستحقات الغير .

وعلى ذلك فإن ارتفاع معدلات التضخم وزيادة معدلات الفائدة المؤكدة الناتجة عن ذلك تؤدي في النهاية إلى ارتفاع تكلفة الديون التي على الشركة وأيضا تكلفة السندات الحكومية وهذه تمثل إحدى المشكلات المالية .

^(١) Weston and Brigham, Managerial Finance, Seventh ed. (Holt International, London, ١٩٨١)

٢- صعوبات التخطيط :

التخطيط للمشروعات الجديدة يحتاج للتنبؤ بالإيرادات والمصروفات، والتضخم يؤثر على كل منهما، ولذلك تزداد حالات عدم التأكد من مطابقة تلك التقديرات للواقع الفعلي. وبالرغم من التحصن الذي طرأ على نظم التنبؤ إلا أن التنبؤ بأثار التضخم على تكلفه الوحدة مثلاً تعتبر عملية صعبة للغاية والأجور قد ترتفع لمعدلات يصعب السيطرة عليها، وكذلك الأمر بالنسبة للخامات المستخدمة وغيرها.

وبالطبع فإن التضخم يؤثر بدرجة أكثر على الصناعات ذات مرونة الطلب المرتفع مثل السلع الكمالية بينما يقل ذلك بالنسبة للسلع الضرورية. وعلى ذلك فإن إعداد خطط طويلة لمواجهة حالات التضخم المرتفع وأخرى لمواجهة حالات التضخم المتوسط، وأخرى لمواجهة التضخم المنخفض تعتبر إحدى البدائل لمواجهة الصعوبات الناتجة عن عدم السيطرة على معدلات التضخم.

ونظراً لأن التضخم يؤثر على إيرادات ومصروفات الصناعات المختلفة بدرجات متفاوتة لذلك يجب أن تختلف علاوة المخاطر Risk Premiums التي تعطى للمساهمين من صناعات أخرى طبقاً لذلك، ولذلك تظهر مشكلة جديدة هي كيفية تحديد مقدار هذه العلاوة بحيث تتوافق مع تأثير التضخم على الصناعة التي تنتمي لها الشركة وعلى الطلب على منتجاتها.

٣- زيادة الطلب على رأس المال :

حيث أن التضخم يؤدي لارتفاع في حجم رأس المال المطلوب لإنتاج مقدار محدد من المنتجات، فالآلات التي يتم إستبدالها تكلف الشركة مبالغ أكبر لشرائها، والمخزون من المواد الخام يتم إستبداله بأسعار أعلى، والعمال يطالبون بأجور أعلى، وكل ذلك يحتاج للحصول على أموال إضافية. وإذا كانت الدولة تتجه نحو تخفيض معدلات التضخم فبها يجب أن تعمل بدورها على رفع سعر الفائدة لكي تسحب النقود من السوق، وهذا بدوره يرفع من تكلفه الحصول على الأموال بواسطة الشركة.

٤- صعوبة طرح سندات طويلة الأجل :

حيث أن ارتفاع أسعار الفائدة في أوقات التضخم يؤدي لانخفاض أسعار الأسهم طويلة الأجل بالبورصة ولذلك تتحولون نحو الاستثمار في السندات ذات معدل العائد المتغير، وتلك القصيرة الأجل، وهذا يزيد من صعوبة التمويل عن طريق طرح سندات طويلة الأجل بواسطة الشركة لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل .

٥- الحذر في الاستثمارات طويلة الأجل :

التضخم يؤدي إلى ارتفاع الفوائد وزيادة حجم رأس المال المطلوب لتمويل حجم معين من المشروع، ولذلك لا يكون أمام الإدارة إلا أن تكون حذرة في استثماراتها طويلة الأجل .

٦- ظهور العديد من المشاكل المحاسبية :

فالتضخم المرتفع يجعل الأرباح المحققة لا تمثل ما هو سائد في الظروف الطبيعية . على سبيل المثال فإن استخدام الطريقة المستقبلية في حساب الاستهلاك التي تعنى تحميل الأرباح والخسائر بقسط استهلاك ثابت طوال عمر الأصل يجعل المبالغ المتحصلة غير كافية لاستبدال الأصول، يضاف لذلك أيضا أن المخزون السلعي يجعل الشركة بتكلفه إضافية عندما يعاد استبداله . فإذا كانت الشركة تستخدم طريقة الولد أولا يصرف أولا فإن ذلك يعنى أن أوامر الإنتاج تحمل بتكلفة خامات أقل من سعر السوق الذى يرتفع خلال الفترة الزمنية ما بين الشراء والصرف من المخازن للتصنيع، وهذا يعنى أن الأرباح تكون مغالى فيها بمقدار الفرق بين سعر الإحلال وسعر السوق المرتفع نتيجة للتضخم .

وإذا قامت الشركة بصواب ربحيه السهم عن طريق قسمة الأرباح على عدد الأسهم فإن الرقم الذى . نحصل عليه يصبح غير حقيقى لأن الأرباح نفسها لا تعكس ظروف التضخم طبقا لما سبق شرحه .

الفصل الثاني

مفاهيم وتعريفات أساسية

الفصل الثاني

مفاهيم وتعريفات أساسية

تعتقد أنه من الضروري أن تبدأ دراسة الإدارة المالية ببعض المفاهيم والتعريفات الأساسية لألفاظ يجري استخدامها دائما في هذا المجال وخصوصا فيما يتعلق بـ : " التمويل " ، و " الإستثمار " اللذان يعتبران الجناحين الكبيرين لما يسمى بـ " الإدارة المالية " . ويجب أن تقم هذه المفاهيم الثلاثة من خلال إطار واضح يحدد الأبعاد الأساسية لها بما لا يدع مجالا للبس أو للغموض خلال تداولهم في هذه المذكرات أو أى مراجع أخرى فى الإدارة المالية ، ولكي يكتمل هذا الوضوح في معنى الإدارة المالية فإن من الضروري التعرض لوظائفها وأهدافها وتنظيمها فى المشروع حتى يكتمل الوضوح عن هذه الوظيفة الأساسية من وظائف المشروعات المختلفة .

أولاً : المفهوم الحركى للتمويل :

إذا رجعنا إلى قواميس اللغات فإننا نجد أن كلمة " تمويل " تعني الحصول على الأموال . إلا أن مراجع الإدارة المالية تزخر بالعديد من التعريفات حول هذه الكلمة . فمنها ما يركز في تعريفه على " وصف أعمال المدير المالى في المشروع " ، أو على " النواحي النقدية لإدارة الأموال " ، أو على " الحصول على الأموال واستخدامها " ، أو على " إتخاذ القرارات المالية " . إلا أن جميع هذه التعريفات معيبة وناقصة أو يختلط فيها الأمر بمفهوم التمويل مع مفهوم الإستثمار ، الأمر الذي يجعل وجود ضوابط أو معايير أو أبعاد أساسية لتعريف كلمة " التمويل " أمراً

لا بد منه في هذا المجال ..

إن الأبعاد الأساسية لكلمة ' التمويل ' والتي يتحدد على ضوئها مدي دقة التعريفات السابقة ، تتضمن أربعة نواحي أساسية هي :

- أ - البعد الخاص بالحصول على الأموال .
 - ب - البعد الخاص بسداد هذه الأموال بعد ذلك .
 - ج - البعد الخاص بتكلفة التمويل .
 - د - البعد الزمني من حيث الحصول على الأموال وسدادها بعد ذلك .
- وعلي ذلك فإن التعريف المناسب للتمويل هو الذي يقوم على أساس التدفقات المالية ، حيث يعرف التمويل على أنه : " عملية مبادلة بين تدفقات مالية داخلة حالياً (س صفر) مقابل تدفقات مالية خارجة مستقبلاً (س ١ ، س ٢ ، ... ، س ن) .

أي أن التدفقات المالية الداخلة حالياً (حصول على الأموال) تكون مساوية للقيمة الحالية للتدفقات المالية الخارجة مستقبلاً (سداد الأموال) عند سعر فائدة معينة للأموال (تكلفة التمويل) خلال فترة زمنية طولها عدد معين من السنوات أو الشهور (البعد الزمني) . أي أن :

$$ت د \text{ ص صفر} = \text{القيمة الحالية} (ت خ س ١ ، ت خ س ٢ ، \dots ، ت خ س ن)$$

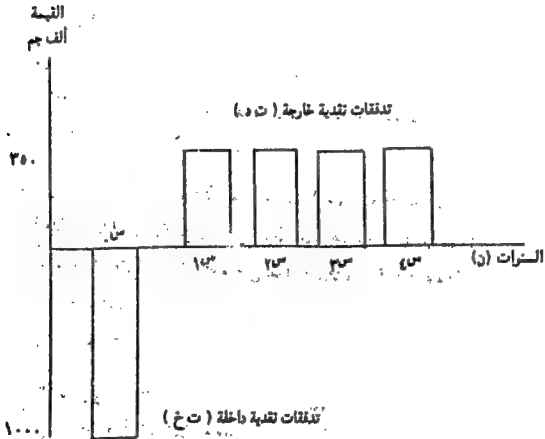
عند سعر خصم معين .

فإذا فرضنا أن أحد المشروعات قام بالحصول على قرض من أحد البنوك قيمته ١٠٠٠٠٠٠٠ جم لتمويل احتياجاته وأنه أتفق مع البنك على سداد قيمة القرض على أربعة سنوات بسعر فائدة ١٥٪ فإن هذه العملية

يمكن التعبير عنها كالآتي :

تدفقات نقدية خارجية	تدفقات نقدية داخلية	من صفر
-----	جم ١٠٠٠٠٠٠	
٣٥.٢٦٥	س ١	
٣٥.٢٦٥	س ٢	
٣٥.٢٦٥	س ٣	
٣٥.٢٦٥	س ٤	
١٤.١٠٦		

ويأخذ الشكل الجانبي لعملية التمويل السابقة الوضع التالي :



ويختلف هذا الشكل الجانبي بحسب طبيعة كل عملية تمويل فهناك التمويل قصير الأجل والتمويل المتوسط والطويل الأجل . وكذلك هناك أيضا شروط السداد هل يكون في آخر المدة أم علي أقساط متساوية أو غير متساوية وطريقة معالجة الفوائد هل تخصم مقدما أو تدفع في نهاية المدة أو علي دفعات ثابتة .

وباختصار فإن التعريف السابق للتمويل يعتبر تعريفا كاملا وواضحا ويأخذ في إعتباره كل أبعاد عملية التمويل ، فهو يتضمن : عملية حصول على أموال ، سداد الأموال ، تكلفة التمويل ، والبعد الزمني ، الأمر الذي لا يغطيه أى تعريف سابق في التمويل .

ثانياً : المفهوم الحركي للإستثمار :

الإستثمار هو العملية العكسية للتمويل . وعلي ضوء التعريف السابق للتمويل فإنه يمكن تعريف الإستثمار بأنه :

" عملية مبادلة بين تدفقات مالية خارجة حالياً أو في المستقبل القريب (ص صفر ، ص ١) مقابل تدفقات مالية داخلية مستقبلاً (ص ١ ، ص ٢ ، ص ٣ ، ، ص ن) .

أى أن التدفقات المالية الخارجة حالياً (مبصروفات خاصة بشراء الآلات والمعدات مثلاً) تكون مساوية للقيمة الحالية للتدفقات المالية الداخلة مستقبلاً (الإيرادات الناتجة عن هذا الاستثمار) عند معدل عائد معين (عائد الاستثمار) خلال فترة زمنية طولها عدد معين من السنوات أو الشهور (البعد الزمني للإستثمار) . أى أن :

ت خ ص صفر = القيمة الحالية ل ت د ص ١ ، ت د ص ٢ ، ، ت د ص ن عند معدل إستثمار معين

ومعنى ذلك أن هذا التعريف للإستثمار يتضمن أربعة أبعاد أساسية تكون في مجموعها مفهوم الإستثمار هي :

١ - أن أى عملية إستثمار تتضمن خروجاً للأموال متمثلاً فى شكل مصروفات لشراء أو بناء المصنع أو الآلات أو أى أصول ثابتة أخرى إذا كان الإستثمار يتعلق بالأجل الطويل . أو لمجرد تكوين رأس المال العامل فى المشروع من إستخدام الأموال فى الأصول المتداولة (بضاعة ومدينون وخلافه) .

٢ - أن أى عملية إستثمار سوف تؤدى إلى زيادة فى إيرادات المشروع مقابل هذا الإستثمار وهذا يعنى دخولا للأموال متمثلاً على شكل إيرادات فى المستقبل خلال سنوات الإستثمار .

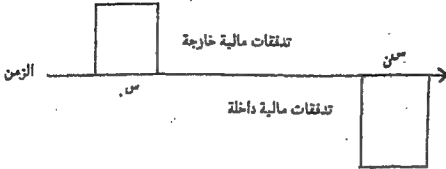
٣ - أن أى عملية استثمار لها عائد معين يمكن حسابه على أساس موازنة كل من التدفقات المالية الخارجة الحالية ، التدفقات المالية الداخلة المستقبلية والمرتبطة بهذا الإستثمار .

أن أى عملية إستثمار لها فترة زمنية معينة فقد يكون الإستثمار طويل أو متوسط أو قصير الأجل تبعاً لتلك الفترة .

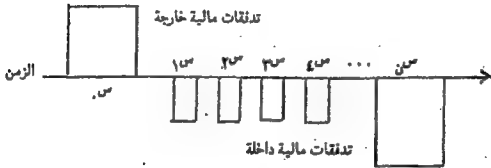
والشكل الجانبى لعملية الإستثمار يختلف بحسب طبيعة الإستثمار نفسه . فالشكل الجانبى لعملية الإستثمار فى شراء الأراضي يختلف عن الشكل الجانبى لشراء سندات أو شهادات إستثمار ذات عائد جارى ، عن الشكل الجانبى لعملية إستثمار فى المصانع الضخمة أو حتى الشكل الجانبى للإستثمار فى معدات وآلات .

ويتضح ذلك من الأشكال التالية :

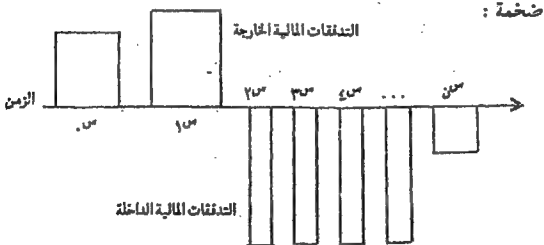
أ - الشكل الجانبي للإستثمار فى شراء أراضي :



ب - الشكل الجانبي للإستثمار فى شراء سندات أو شهادات استثمار ذات عائد جارى



ج - الشكل الجانبي للإستثمار فى إقامة مصنع كبير أو إنشاءات



وعموما فإننا نجد أنه بالنسبة لعملية الإستثمار أن مجموع التدفقات المالية الخارجة الحالية أقل من مجموع التدفقات النقدية الداخلة المستقبلية.
أى أن :

$$\sum_{s=1}^n C_s > \sum_{s=0}^n C'_s$$

بمعكس عملية التمويل فإن مجموع التدفقات المالية الخارجة مستقبلا تكون أكبر من التدفقات المالية الداخلة الحالية . أى أن :

$$\sum_{s=0}^n C_s < \sum_{s=1}^n C'_s$$

ويرجع ذلك بالطبع إلى عائد الإستثمار والبعد الزمني في عملية الإستثمار كذلك إلى تكلفة التمويل والبعد الزمني في عملية التمويل .

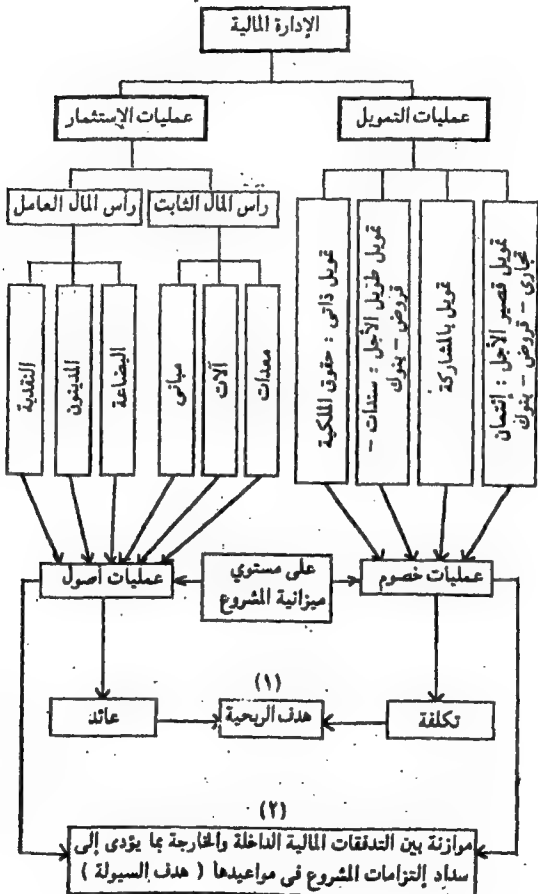
ثالثا : مفهوم الإدارة المالية :

يرتكز مفهوم الإدارة المالية على أساس التعريفين السابقين للتمويل والإستثمار ذلك أن الأخيرين يعتبران فى الحقيقة جناحا الإدارة المالية فى أى مشروع من المشروعات .

فالإدارة المالية بإختصار تتضمن كل الأنشطة المتعلقة بالتمويل والإستثمار . ومعنى آخر فإنها تشمل كل أوجه النشاط الإدارى المتعلقة بتنظيم حركة الأموال فى المشروع من تدفقات مالية داخلية وخارجة حاليا أو مستقبلا فى إطار الموازنة بين عوائد الإستثمار وتكلفة التمويل بما يسمح بتحقيق ربحية مناسبة للمشروع من جهة والوفاء بالتزاماته فى مواعيدها من جهة أخرى .

ولكى يتكامل تعريف الإدارة المالية فإن القيام بأوجه النشاط الخاصة بالتمويل والإستثمار يتطلب بالضرورة تخطيطا ماليا سليما ورقابة مالية فعالة ، الأمر الذى ستوضحه عند مناقشة وظائف الإدارة المالية فى المشروع.

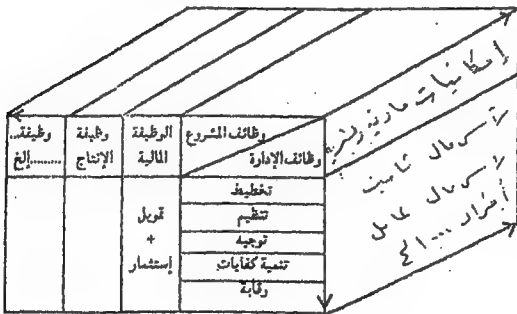
فالإطار العام لمفهوم الإدارة المالية يمكن أن يتضح من خلال الشكل التوضيحي التالى :



وتتم وظيفة الإدارة المالية في المشروع من الناحية الإدارية بثلاثة مراحل أساسية مثلها في ذلك مثل باقي وظائف المشروع الأخرى كالإنتاج والتسويق والأفراد وخلافه هذه المراحل هي :

- ١ - مرحلة التخطيط المالي حيث تعد التنبؤات عن المستقبل ، ثم تحديد الأهداف والسياسات ، والإجراءات والبرامج والموازنات الخاصة بالتحويل والاستثمار جناحا الإدارة المالية .
- ٢ - مرحلة التنظيم أو تنسيق الجهود وتحديد الأعمال والأنشطة وتوزيع الاختصاصات لتنفيذ الأهداف والسياسات المالية الخاصة بالمشروع .
- ٣ - مرحلة الرقابة بمعنى متابعة الأداء الفعلي ومقارنته بالخطة والمعايير المستهدفة والتعرف على الإنحرافات وتوحيدها وأسبابها لمحاولة إتخاذ القرارات التصحيحية اللازمة للمستقبل .

ويعبر عن ذلك بما يسمى بمكعب الإدارة كالآتي :



رابعاً: أهداف الإدارة المالية :

يتجه نشاط الإدارة المالية من تمويل وإستثمار إلى تحقيق هدفين

أساسيين ألا وهما :

١ - الربحية .

٢ - السيولة .

إني أن القرارات المالية الخاصة بوضع الخطط والبرامج المالية وتحديد السياسات الواجب إتباعها في مجالات التمويل والإستثمار يتم إتخاذها بما يضمن تحقيق الهدفين السابقين على أحسن مستوى ممكن .

١ - هدف الربحية :

يعتبر الهدف الأساسي الذي تعمل منشآت الأعمال المختلفة على تحقيقه فهو ضروري لبقاء ونمو هذه المنشآت في دنيا الأعمال . وإذا كنا نتكلم عن الربحية كهدف فلا نعني بذلك الربح أو صافي الربح الذي يظهر بحساب أرباح وخسائر المشروع .. فالربح رقم مطلق أما الربحية فهي علاقة الربح على كافة مستوياته المختلفة : هامش الربح ، الربح الإقتصادي ، صافي الربح ، أو ال Cash - Flow من جهة والأموال المستثمرة في المشروع ، أو إيراداته أو مبيعاته من جهة أخرى . فالربحية تعني نسبة الربح على أي مستوي إلى الأموال التي استثمرت في سبيل تحقيقه . علي أن المهم هو معرفة الطريقة الأكثر منطقية في حساب ربحه المشروع .. وفي رأينا أنه يجب التركيز على أساس ما يسمى بالربحية الإقتصادية للمشروع والتي تحسب ابتداء من الربح الإقتصادي .. حيث تعكس هذه الربحية قياس الأداء الإقتصادي للمشروع من إنتاج وتوزيع

لسايله أو خدماته .

إن التفرقة بين الربح والربحية تعتبر أساسية عند تحديد الهدف الذى تسعى الإدارة المالية إلى تحقيقه . ذلك أن التركيز على هدف الربح فقط - فوق أنه محل إنتقاد كبير من خبراء الإدارة المالية لأسباب متعددة - فإنه لا يعنى إمكانية تحقيق نتائج أكبر من عناصر الإنتاج التى استخدمت فى تسجيل الوصول إليها . أما الربحية فتعنى بهذه العلاقة وتعمل على أن تكون أفضل مستوى لها . فالربحية تعنى ضمنا هذه العلاقتين عائد الأموال المستثمرة وتكلفة مصادر هذه الأموال بحيث يجب التأكد دائما من إيجابية هذه العلاقة . إن الربحية بهذا المعنى هي محور الإهتمام فى الإدارة المالية حيث أنها تؤدى إلى إتخاذ قرارات تعمل على تعظيم قيمة المنشأة فى السوق فى الأجل الطويل .

ويعنى ذلك أن القيمة الحالية للتدفقات المالية الداخلة إلى المشروع يجب أن تزيد عن القيمة الحالية للتدفقات المالية الخارجة من المشروع فى الأجل الطويل ، أى أن :

$$\sum_{t=0}^{\infty} \frac{C_t}{(1+r)^t} > \sum_{t=0}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

القيمة الحالية < القيمة الحالية

س = صفر س = صفر

وهذا يعنى النظرة المتكاملة إلى جناحي الإدارة المالية من تمويل وإستثمار من حيث العائد والتكلفة ومن حيث التوازن الزمنى .

٢- هدف السيولة :

إن هدف الربحية وحده لا يضمن بقاء واستمرار المشروع في دنيا الأعمال إذا لم تتوفر الأموال اللازمة لسداد ديون والتزامات المشروع في مواعيد إستحقاقها . فقد يترتب علي عدم مقدرة المشروع بسداد التزاماته عندما يحين مواعيد سدادها أن يقوم الدائنون بالمطالبة بأموالهم عن طريق القضاء الأمر الذي قد يؤدي إلى إفلاس المشروع أو قد ينهى حياة المشروع . وحتى يفرض عدم اللجوء إلى القضاء ، فإن الدائنون قد يتوقفون - نتيجة لعدم الثقة في إسترداد أموالهم - عن إعطاء المشروع تسهيلات إئتمانية سواء كان ذلك على شكل إئتمان تجارى أو إئتمان مصرفي الأمر الذى يشل حركة المشروع ويقيد حركة أعماله سعياً وراء تحقيق الربحية .

وبالتالى فإن الهدف الثانى للإدارة المالية هو السيولة أو تأكيد مقدرة المشروع على دفع التزاماته في مواعيدها ، وبالتالى ضمان بقاء المشروع وإستمراره ، وعدم تعرضه لمشاكل العسر المالى الفنى ، والفشل المالى ، والسيولة بهذا المعنى تنصب على الأجل القصير أى السيولة الفنية أو اليسر المالى الفنى ، حيث أن السيولة الحقيقية أو اليسر المالى الحقيقى يتأكد فقط عند تصفية المشروع بحيث تكون أصول المشروع كافية لسداد التزاماته . إلا أن فرض تصفية المشروع قد يكون فرضاً غير منطقياً ، ولا يتفق مع مبدأ إستمرارية المشروع . لذلك وجب التركيز على مقدرة المشروع على سداد التزاماته في الأجل القصير أى علي السيولة الفنية كهدف وكشرط ضروري لإستمرار وبقاء المشروع .

الفصل الثالث

التخطيط المالى والنقدى

الفصل الثالث التخطيط المالي والنقدي

لتقييم الظروف المالية للشركة والحكم على درجة كفايتها في تحقيق اهدافها يستلزم الامر ان يعتمد الشخص القائم بالتخطيط على بعض المعايير التي تكفل الحكم على كلفة الظروف المالية للشركة . وفي هذا المجال فإن تحليل النسب المالية لاقي الاهتمام من الباحثين في مجال الإدارة المالية لدرجة لا يكاد يخلو كتاب في هذا المجال من التعرض لاداة التحليل هذه بطريقة أو بأخرى .

ونظرا لأن النسب المالية تستخدم اساسا في بلورة الجوانب المختلفة للخطة المالية للشركة لذلك يستلزم الامر ان نبدأ بالتعرض لمفهوم التخطيط المالي على أن يلي ذلك دراسة النسب المالية المختلفة .

العوامل المؤثرة في الخطة المالية : (١)

من المتوقع أن يكون معدل التغيرات الفنية والتكنولوجية والمالية في الصناعة في المستقبل اسرع من تلك المعدلات القائمة حاليا وهذا يستدعي من الإدارة أن تكون مستعدة لمواجهة مثل هذه التغيرات . وبالنسبة للإدارة المالية فإن الأمر يستدعي الاهتمام بدراسة كافة الأدوات المالية الحديثة التي تكفل التوصل إلى أفضل استخدام للموارد المالية المتاحة لها

ويستدعي الأمر أيضا الاهتمام ليس فقط بإعداد الخطط المالية على الورق بل أيضا المتابعة المستمرة لمشاكل التطبيق ، ودراسة كلفة التقب عليها وأبضا كيفية خلق درجة أكبر من التنسيق والتكامل بين مرحلة إعداد الخطة المالية ومرحلة تطبيقها .

والاهتمام ينصب هنا على الخطة الكلية Total للتمويل وليس فقط على جزئيات هذه الخطة . ولإعداد هذه الخطة يستلزم الأمر تحديد الآتي :

^(١) Robert Jerrett Jr, total financial Planning " in Eugene F.Brigham and R. Bruce Richs, Edits, Readings in Essentials of Managerial Finance (New York , Holt, Rinehart and Winton, ١٩٦٨) PP.

- (١) تحديد حجم الأموال المطلوبة لمواجهة احتياجات الشركة الحالية والمستقبلية .
- (٢) تحديد حجم الأموال التي يمكن توفيرها عن طريق الموارد الخاصة للشركة وتلك التي يمكن الحصول عليها من مصادر خارجية .
- (٣) تحديد أفضل الوسائل Means للحصول على موارد Resources مالية إضافية وذلك عند الحاجة إليها .
- (٤) تحديد أفضل الوسائل لاستخدام رأس المال المملوك والمقترض بطرق سليمة .

ولذلك له لكي تقوم الإدارة المالية الأنشطة السابقة يستلزم الأمر التعاون والتنسيق فيما بينها وبين الإدارات والأقسام الأخرى بالشركة . وهذا يستلزم من المدير المالي أن يهتم بمعرفة الأنشطة التي تؤدي داخل الإدارات الأخرى والا يحصر نشاطه فقط في إعداد الأرقام المالية وتفسيرها .

وكل هذا يستدعي درجة اكبر من التكامل Integration والتنسيق coordination فيما بين الأنشطة التي تؤدي داخل الإدارة المالية وتلك التي تؤدي داخل الإدارات والأقسام الأخرى بالشركة .

فهناك العديد من الخطط المالية التي وإن كانت استغرقت الكثير من الجهود في مرحلة الإعداد إلا أنها لم تحقق الهدف منها وذلك لأنها لم تأخذ في الاعتبار ضرورة توفير درجة اكبر من التكامل بينها وبين الأنشطة الأخرى بالشركة . والتكامل بين الخطة المالية وغيرها من الخطط مطلوب سواء خلال مرحلة إعداد الخطة أو خلال مرحلة تنفيذها أو إعادة تقييمها وإجراء التعديلات المطلوبة عليها .

والتكامل في الخطة معناه النظر إلى كافة الأنشطة بالشركة على أنها عبارة عن تروس في آلة تعمل جميعها من أجل تحقيق هدف عام يتمثل في تعظيم الربح أو تعظيم قيمة حقوق المساهمين بينما أن التنسيق يعنى التسلسل المنطقي في تنفيذ الخطة وتبادل الآراء بين الإدارات المختلفة . ومعنى آخر فإن التكامل بين كافة الأنشطة مطلوب بدرجة أكثر وذلك عند إعداد الخطة المالية بينما التنسيق مطلوب عند القيام بعملية التنفيذ .

ونقطة البداية عند إعداد الخطة المالية هي إعداد الخطة العامة للمشروع ككل Enterprise as a whole وهذه يجب أن تلخص وتقيم وتصف الأنشطة المطلوب أدائها ، والقائمين بالأداء والنتائج المطلوب تحقيقها Expected results في شكل أرقام مبيعات معينه أرقام إنتاج وتكلفة وربحية، وكذلك وقت معين محدد مسبقا لتحقيق أرقام التنبيعات وغيرها من عناصر الخطة وبطبيعة الحال فإن جميع هذه الأنشطة يجب أن تؤدي في ضوء الأهداف الطويلة الأجل للشركة التي تمثل في البقاء والنمو والربحية وغيرها . وعموما فإنه لا يوجد اتفاق عام على ما يسمى بالأهداف طويلة الأجل وتلك قصيرة الأجل . والسبب في ذلك يرجع إلى اختلاف الظروف التي تعمل في ضوءها كل شركة ، ودرجة مرونة المتوفرة لديها لتعديل وتطوير مجالات عملها ، ومدى قدرتها على التحكم Control في العوامل المؤثرة في نتائج النشاط اليومي لها .

والملاحظ بصفة عامة أن هناك بعض الناس الذين لا يهتمون كثيرا لأعداد الخطط طويلة الأجل وذلك بحجة عدم القدرة على التنبؤ واستقرار كافة العوامل المؤثرة في الخطة في المستقبل . ووجهة النظر هذه لا يمكن الموافقة عليها وذلك على أساس أن خطوات التخطيط طويل الأجل متعددة من بينها لحد ظروف المستقبل في الاعتبار والاستعداد المبكر لمقابلة المشاكل المتوقع مواجهتها . لذلك يستلزم الأمر إعداد خطة عامة طويلة الأجل على أن يصحبها خطط قصيرة الأجل تعد بشكل تفصيلي وبحيث تعدل الخطط طويلة الأجل في ضوء الظروف الحالية للشركة . ونتائج تنفيذ الخطط قصيرة الأجل .

التخطيط طويل الأجل :

تبدأ الخطة طويلة الأجل بإعداد مجموعة من التنبؤات Forecasts أو الافتراضات Assumptions عن الظروف الاقتصادية العامة المتوقعة بالصناعة التي تعمل بها الشركة ، وأيضا الظروف السياسية Political في المستقبل وأثرها على نشاط الشركة ، مستوى العمل في المستقبل ، أسعار المواد الخام ودرجة توافرها بالكميات المطلوبة وفي الوقت المناسب ، وظروف السوق ، مستويات الأسعار وعامل المنافسة ، التقدم التكنولوجي ومجالاته في المستقبل ، سوق الأوراق المالية والظروف التي سوف تحكمها في المستقبل ، معدلات الفائدة على المنحدرات وكذلك على الأموال المقترضة ، درجة توافر الأموال اللازمة لشراء مستلزمات الإنتاج وغيرها .

التخطيط قصير الأجل :

لا توجد إختلافات أساسية بين التخطيط طويل الأجل والتخطيط قصير الأجل من حيث الأهداف والأسلوب المطبق . فالخطة قصيرة الأجل ليست إلا مجرد خطة تفصيلية وربما أكثر دقة لما تشتمل عليه الخطة طويلة الأجل . وقد تغطي الخطة قصيرة الأجل فترة عام أو قد تغطي بضعة شهور ولكن في جميع الأحوال فإن نقطة البداية بالنسبة لأعداد الخطة قصيرة الأجل هي الرجوع إلى عناصر الخطة طويلة الأجل ومعرفة درجة الاختلاف في الظروف الحالية المؤثرة فيها وكيفية تعديلها لتتفق مع هذه الظروف وهذه الخطة تتضمن المبيعات خلال العام القادم مثلاً ، وبرنامج الإنتاج المتوقعه ، وحجم الأموال الداخلة والخارجة من الشركة وغيرها .

التنسيق أثناء تنفيذ الخطة :

إن تنفيذ Implementation الخطة تعتبر حجر الزاوية في نجاح عملية التخطيط . السبب في ذلك يرجع إلى أنه حتى ولو أن القائمين بعملية التخطيط راعوا الدقة والواقعية Realistic ووضعوا في اعتبارهم كافة العوامل المؤثرة في الخطة، فإن هذا لاينفي أهمية الاستفادة من القدرات الخاصة لهؤلاء القائمين بالتنفيذ الفعلي حيث هم أكثر الناس على معرفة ظروف التطبيق ومشاكله وكيفية مواجهتها وهي عوامل قد لا يستطيع المخطط أن يلم بها بالكامل . ولكي تستطيع الشركة من القدرات الخاصة للقائمين بالتنفيذ الفعلي للخطة يستلزم الأمر توافر درجة عالية من التنسيق بين كافة الجهود المشتركة في عملية للتنفيذ .

وهنا يستلزم الأمر تحديد دور كل جهة مسئولة عن تنفيذ الخطة وجميع البيانات اللازمة عن نتائج التنفيذ لأمداد الإدارات المسئولة بها باستمرار وتحديد مجالات التغيير في الظروف الحالية المحيطة بعملية تنفيذ الخطة عن الظروف التي كانت سائدة أثناء عملها . وهذا يعني أن عملية تقييم evaluation نتائج التنفيذ تعتبر عملية هامة ووظيفة مستمرة من وظائف الإدارة .

وللحصول على درجة أكبر من التنسيق يستلزم الأمر أيضا أعداد الخطة في شكل مكتوب حيث يعرف كل شخص دوره في تنفيذ الخطة وعلاقته ذلك بما يقوم بأدائه مختلف الأفراد بالشركة وإيضاً تساعد عملية أعداد الخطة في شكل رسمي Formal مكتوب على قيام الأشخاص بالتفكير مسبقاً فيما هو مطلوب منهم تنفيذه بشكل يساعد على بلورة بعض الجوانب الخفية في عملية التخطيط ويرفع بالتالي من كفاءة الأداء .

مقدمه :

تمثل عملية تخطيط الإيرادات والمصروفات النقدية ركنا أساسيا من أعمال الإدارة المالية ، حيث يكون الهدف الرئيسي في مثل هذه الحالة هو تحديد حجم الإيرادات النقدية أو التدفق النقدي الداخل للمشروع Cash inflow خلال فترة زمنية محددة ، وحجم المصروفات النقدية أو التدفق النقدي الخارج من المشروع Cash Outflow خلال نفس الفترة ، وأثر كل ذلك على رصيد النقدية . والاهتمام لا ينصب فقط على تقدير حجم التدفقات النقدية الداخلة والخارجة من الشركة ولكنه ينصب أيضا على الوقت الذي سوف تتم هذه العمليات النقدية خلاله .

أهميه تخطيط التدفق النقدي :

وأهميه تخطيط التدفق بالنسبة لإداره الشركة تتمثل في الآتسي^(١) :

١- بدفع تخطيط التدفق النقدي الإدارة إلى دراسة أثر المتغيرات المختلفه مثل المشتريات والمبيعات ، وأوراق الدفع وأوراق القبض على التدفقات النقدية الداخلة والخارجة من المشروع . وهذه النظرة الشمولية تفيد في عدم إهمال أثر عامل معين أو مجموعه من العوامل على التدفقات النقدية في المستقبل .

٢- يساعد تخطيط التدفق النقدي على معرفة الوقت المطلوب لسداد المستحقات التي على الشركة للغير ، وبالتالي فهو يعطى فترة كافيه لتدبير الأموال المطلوبه للسداد .

٣- يساعد تخطيط التدفق النقدي على الاحتفاظ برصيد نقدي أقل من رصيد النقدية عنه في حالة عدم إعداد بيان التدفق النقدي ، حيث لا يكون لدى الشركة

(١) د . شوقي حسين عبد الله ، المرجع السابق الأشره إليه ، ص ١٥٥ - ١٦٠ .

خطه واضحة في الحالة الأخيرة فيما يتعلق بحجم ووقت التدفقات النقدية وتكون النتيجة المترتبة على ذلك احتفاظ الشركة برصيد نقدي أكثر من اللازم خوفاً من عدم قدرتها على سداد مستحقات الدائنين في الوقت المحدد وما يترتب على ذلك من ضعف ثقة الدائنين في المركز المالي للشركة . إما في حالة إعداد بيان التدفق النقدي فإنه يتوالى لدى الشركة خطه واضحة بحجم التدفقات النقدية الخارجة والداخله والمفارق بينهما سواء كان بالسالب وذلك في حالة زياده التدفقات النقدية الخارجة على التدفقات النقدية الداخلة أو بالموجب وذلك في حالة زيادة التدفقات النقدية الداخلة على التدفقات النقدية الخارجة، وبهذا الشكل يكون هناك أساس واضح يبرر عدم الاحتفاظ بنقديه أكثر من اللازم وهو ما يعنى بالتالى زيادة الموارد المتاحة للشركة لتمويل عمليات التوسع في أعمالها والدخول في مشروعات استثمار جديدة . كما أن تخطيط التدفق النقدي يساعد أيضا في الحصول على التمويل الخارجى اللازم لتمويل عمليات التوسع في الوقت المناسب ويساعد بالتالى على تخفيض تكلفة التمويل الخارجى .

٤ - يساعد تخطيط التدفق النقدي على تحقيق عائد أفضل على الأموال المستثمرة بالشركة فعند الاحتفاظ بنقديه أكثر من اللازم يعنى استخدام هذا الفائض النقدي في تمويل العمليات الجارية الخاصة بالإنتاج والبيع، وهذه بدورها تعطى عائداً يتمثل في صافي الربح الذي يتم تحقيقه في نهاية كل دورة أعمال (أى عمليات الشراء والإنتاج والبيع والتحصيـل) بينما أن الاحتفاظ بالنقدية في شكل عاطل يعنى عدم القدرة على تحقيق معدلات العائد على الاستثمار التي يمكن الحصول عليها من وراء توجيه هذه الأموال للعمليات الإنتاجية والتسويقية التي يتحقق الربح من وراء القيام بها .

٥ - يساعد تخطيط التدفق النقدي على معرفة حجم العجز أو الفائض النقدي وأيضاً الوقت الذي يتحقق فيه هذا العجز أو الفائض، وهنا يكون أمام إدارة الشركة فصح من الوقت لتدبير الأموال المطلوبة في حالة وجود العجز أو لأختيار مجال الاستثمار المناسب في حاله وجود الفائض والذي قد يتمثل في شكل شراء أوراق مالية سهله البيع خلال الأجل القصير أو منح قروض قصيرة الأجل الغير أو غير ذلك من مشروعات الاستثمار قصيرة الأجل .

تحديد الحجم المناسب من النقدية والأوراق المالية :

مسبق إن ذكرنا في الفقرة السابقة أن بعض الشركات تقوم باستثمار النقدية الفائضة عن حاجة الأعمال العادية للشركة في بعض الأوراق المالية Securities التي يمكن التخلص منها بالبيع بالمرعة المطلوبه ، وهذا يعني ان الشركة من الضروري أن توازن بين حالة السيولة النقدية، وهذه تتحقق عندما تحتفظ الشركة برصيد نقدي يكفل مواجهة الاحتياجات العادية بالإضافة إلى مبلغ معين لمواجهة الظروف الغير متوقعة ، وبين حالة الربحية وهذه تتحقق عندما تقوم الشركة بتخفيض حجم الرصيد النقدي إلى أقل حد ممكن وتستثمر جزء معين من أموالها في بعض الأوراق المالية سهله التحويل إلى نقدية سائلة . ولاشك أن المشكلة الرئيسية التي تواجه المدير المالي هي كيفية توزيع النقدية السائلة ما بين الرصيد النقدي الواجب الاحتفاظ به بخزينة الشركة أو بإحد البنوك وبين الأوراق المالية التي يمكن التخلص منها بالبيع على وجه المبرعة . ولقد حاول بعض الباحثين في مجال الإدارة المالية أن يقدموا بعض النماذج الرياضية مسترشدين في ذلك بالنماذج المستخدمة في تحديد الحجم المناسب من المخزون السلمي الواجب الاحتفاظ به والذي يحمل الشركة أقل تكلفة ممكنة^(١) .

نموذج بيمول :

ومن بين هذه النماذج ذلك النموذج الذي وضعه بيمول^(٢) Baumol Model ويقوم هذا النموذج على أساس أن الشركة تقوم بدفع المتطلبات النقدية في شكل تحويلات نقدية تصل إلى رقم إجمالي عن الفترة المعد عنها الميزانية النقدية يمكن أن ترمز إليه بالرمز " ن " . ولكي تقوم الشركة بالوفاء بهذه الالتزامات فإنها من الضروري أن تعتمد على مصادر تمويل داخلية أو خارجية عن طريق الاقتراض وكلاهما يحمل الشركة تكلفة معينة يرمز لها بالرمز " أ " حيث تتمثل في معدل الفائدة الواجب دفعه بالنسبة لكل جنيه يتم اقتراضه أو معدل للعائد الذي يضيع على

^(١) راجع للمؤلف ، سياسات الشراء والتخزين ، القاهرة ، ١٩٧٧ ،

^(٢) William J. Baumol , The Transactions Demand for Cash : An Inventory

Theoretic Approach , " Quarterly Journal of Economics, Vol LXV , November ١٩٥٢ PP

الشركة لو أنها كانت استثمرت هذه الأموال بإحدى مشاريع الاستثمار قصيرة الأجل ويمكن الحصول على الوسط الحسابي المرجح لكل من معدل الفائدة ومعدل العائد، ويتبينه الحال فإن الشركة لن تقوم بعمليات اقتراض يومية من البنوك للوفاء بالاحتياجات النقدية وأيضاً فإنها لن تقوم بعملية بيع يومية لاستثماراتها قصيرة الأجل من أجل الحصول على النقدية اللازمة للوفاء باحتياجاتها، لذلك فإن البديل هو أن تحصل على احتياجاتها النقدية بما يكفي فترة زمنية معقولة وبحيث تتحدد مرات الرجوع إلى مصادر التمويل الداخلية أو الخارجية قصيرة الأجل بعدد محدود من المرات. فإذا رمزنا للحجم المناسب من النقدية الواجب الحصول عليه في كل مرة بالرمز "س" فإن هذا يعنى أنه كلما قامت الشركة بالحصول على نقدية حجمها "س" في المرة الواحدة فإنها تتحمل بعض المصاريف الإدارية الثابتة في كل مرة والتي تنتج من وراء إجراء الاتصال بمصادر التمويل وتقييم التكلفة المترتبة في حالة الاعتماد على مصدر معين للتمويل مقارنة بقيمه من المصادر وغيره من عناصر التكلفة الثابتة التي تتحملها الشركة في كل مرة يتم فيها الحصول على أموال من مصادر داخلية أو خارجية بصرف النظر عن حجم هذه الأموال وهذه يمكن أن نرمز لها بالرمز "ب".

تحديد الحجم المناسب للنقدية المطلوب توفيرها عن المدة :

ويكون الهدف في مثل هذه الحالة هو تحديد الحجم المناسب من الأموال المطلوب إقتراضها في المرة الواحدة أو تلك المطلوب الحصول عليها عن طريق نصفية أحد أصول الشركة أي التمويل الداخلي ولقد سبق أن رمزنا إلى الحجم المناسب بالحرف "س".

إستخدام معيار التكلفة الإجمالية لتحديد عدد مرات الحصول على النقدية :

ولاشك أن أحد المعايير الأساسية المستخدمة في تحديد حجم الأموال الواجب الحصول عليها في المرة الواحدة هو حجم التكاليف التي تتحملها الشركة إذا هي اقترضت على عدد معين من المرات مقارنة بتلك التي تتحملها لو إنها اقترضت احتياجاتها على عدد أقل أو أكثر من ذلك. ومعادلة التكاليف الإجمالية تتمثل في الآتى :

$$\frac{\text{نقدية أول المدة} + \text{نقدية آخر المدة}}{2} \quad \text{أو} \quad \frac{\text{س}}{2}$$

فإذا نظرنا للحجم المناسب من النقدية الواجب الحصول عليه في المرة الواحدة والذي يكفل الوفاء بالاحتياجات النقدية في المستقبل ويكفل أيضا تخفيض الفرصة الضائعة على الشركة نتيجة للاحتفاظ بحجم معين من النقدية في شكل عاطل، وأيضا تخفيض التكلفة الثابتة التي تتحملها الشركة في كل مره يتم فيها الاقتراض فإننا نجد أنها تتمثل في الآتسى :

$$\frac{2 \times \text{المصروفات الثابتة للاقتراض أو حجم التدفقات} \times \text{توفير النقدية الدخليه في المره الواحد} \times \text{النقدية الخارجيه}}{\text{حجم النقدية الواجب الحصول عليه في كل مره}} = \text{تكلفة الفرصة الضائعة لو ظلت النقدية في شكل عاطل}$$

$$\frac{2 \times \text{ب} \times \text{ن}}{1} \sqrt{\text{أو س}}$$

حيث يرمز "ن" إلى حجم التدفقات النقدية الخارجة من المشروع عن الفتره ، وحيث ترمز "ب" إلى المصروفات الثابتة التي تتحملها الشركة في كل مره يتم فيها الاقتراض بينما يرمز "ا" إلى تكلفه الفرصة الضائعة على الشركة لو أنها احتفظت بحجم معين من النقدية في شكل عاطل دون استخدام . ومن أجل توضيح أبعاد هذه المعادله فإننا نقدم المثال التالي :

مثال

لقد قامت إحدى الشركات صغيرة الحجم بتقدير حجم التدفقات النقدية الخارجة من الشركة في شكل مدفوعات مختلفه عن العام القادم فوجدت أنها تقدر بمبلغ ٢,٠٠٠,٠٠٠ جنيهها وإذا فرضنا أن المصاريف الثابتة للحصول على النقدية المطلوبه في المره الواحده هي ٥ جنيهات وأن سعر الفائدة المحدد لكل جنيهه يتم إقتراضه أو إيداعه بأحد البنوك هو ٨ % فالمطلوب تحديد حجم الأموال الواجب إقتراضها أو الحصول عليها من مصادر دخلية في المره الواحده بحيث يؤدي ذلك لتخفيض المصروفات لأقل حد ممكن .

الحل

= الحجم الأمثل للاقتراض أو لتوفير أموال من الداخل

$$\sqrt{\frac{b \times x}{1}} = \text{س}$$

$$\sqrt{\frac{2,000,000 \times 2}{8\%}} = \text{س}$$

$$\sqrt{25,000,000} = \text{س}$$

س = ٥٠٠٠ جنيه تمثل حجم النقدية الواجب الحصول عليها في المرة الواحدة،

وهذا يعنى أنه لو قامت الشركة باقتراض مبالغ أقل أو أكثر من ٥٠٠٠ جنيه فإن هذا يعنى تحملها لتكاليف أكثر من اللازم .

الانتقادات الموجهة لمعادلة الحجم المناسب للحصول على النقدية :

والانتقادات الرئيسية للنموذج السابق تتمثل فى الآتى :

١- يفترض النموذج أن المدفوعات النقدية عن الفترة القادمة محددة بيقه وغير معرضه للزيادة والانخفاض بينما تدل الظروف الصليه على أن هذا الشرط يصعب تحقيقه .

٢- يفترض أنه لا توجد مصادر أخرى للحصول على الأختياجات النقدية اللازمه للفترة القادمة بخلاف الاقتراض الخارجى أو التخلص من أحد الأصول وهو

بهذا الشكل قد تجاهل مصادر الإيرادات النقدية المتعدده مثل المبيعات والعائد على الاستثمارات بالإوراق الماليه للشركات الأخرى وغيرها .

٣- يفترض هذا النموذج أيضا أن تكلفة الفرصه الضاعه التي يتم حسابها على أساس معدل الفائدة على الاقتراض والأيداع تتمثل في نميه ثابتة باستمرار طوال الفتره المده عنها الميزانيه النقدية. بينما تدل ظروف الواقع العملي أن هذه النسبه في تغير مستمر سواء بالزياده أو الانخفاض وذلك طبقا للظروف الاقتصادية العامه ورغبه الحكومه في تشجيع أو تقييد عمليات الاقتراض من البنوك ، أى أن سعر الفائدة على الإيداعات والمصحوبات في تغير مستمر .

٤- يفترض هذا النموذج أيضا أن التكاليف التي تتحملها الشركة للقيام بعملية الاقتراض تعتبر ثابتة باستمرار في الوقت الذي قد لا يتحقق فيه هذا الشرط في بعض الحالات .

٥- ركز هذا النموذج على الاحتفاظ بالرصيده النقدي من أجل دفع المستحقات التي على الشركة في المستقبل فقط وهو بهذا الشكل قد تجاهل الدوافع الأخرى من وراء الاحتفاظ برصيد نقدي مثل مواجهة المخاطر وزياده النقصه عن الحد الأدنى بالتسالي وحالات عدم التأكد بالنسبه لتقدير الاحتياجات النقدية وأيضا للاستفاده من الفرص الماليه المتاحة خلال الأجل القصير والتي قد لا يكون من السهوله التدبير بها .

تحديد الحجم المناسب للاستثمار في الإوراق الماليه .

ويعد أخذ الانقذات السابقه في الاعتبار فإتنا يمكن أن تستخدم النموذج السابق في تحديد حجم الأموال الواجب الاحتفاظ بها في شكل نقدي وتلك الواجب الاحتفاظ بها في شكل أوراق ماليه يمكن تحويلها إلى نقديه بسهوله .

فإذا فرضنا كما هو الحال في المثال السابق أن الحجم التدفقات النقدية الخارجيه طوال العام هي "ن" فإن هذا يعنى أن حجم التدفقات النقدية عن اليوم الواحد =

ن

، وهى ما يمكن أن يرمز لها بالرمز "م" للترقيه
٣٦٥ يوم بينها وبين المدفوعات طوال العام والتي سبق وأن رمزنا لها بالرمز "ن".

نفترض أن تكلفة تحويل الأوراق المالية إلى نقدية مسافله تأخذ شكل مبلغ ثابت باستمرار يرمز له كما سبق بالرمز "ب" وأن العائد اليومي لأستثمار جنيه واحد في شكل أوراق مالية بالرمز "أ" وأن الشركة لا تتوافر لديها مصادر أخرى للحصول على احتياجاتها النقدية بخلاف حصيلة بيع الأوراق المالية ورصيد النقدية الذي تحتفظ به فإن، الحجم الأمثل لتحويل الأوراق المالية إلى نقدية مسافله في المرة الواحدة وذلك بعد أخذ العوامل السابقة في الإعتبار سوف تتمثل في المعادلة :

$$M = \sqrt{\frac{2 \times b \times P}{i}}$$

× مصروفات تحويل الأوراق المالية × متوسط المدفوعات
نقدية في المرة الواحدة النقدية اليومية

أي الحجم المناسب
لتحويل الأوراق
المالية لنقدية

العائد اليومي للجنيه المستثمر في أوراق
مالية في شكل نمبيه معروفه مسبقا

وهذا يعني أن الشركة تستطيع أن تغير من حجم الإيرادات التي تحصل عليها من وراء الأستثمار في الأوراق المالية وذلك عن طريق استخدام المعادلة السابقة في تحديد الحجم المناسب لأستثمار الأموال في شكل أوراق مالية والحجم المناسب للاحتفاظ بالأموال في شكل رصيد نقدي ، حيث أنه كلما زاد حجم الرصيد النقدي كلما زاد متوسط النقدية المتوافره خلال فترة معينه بدون إستخدام حيث أن متوسط الرصيد النقدي =

$$(\text{رصيد أول المدة} + \text{رصيد آخر المدة من النقدية})$$

٢

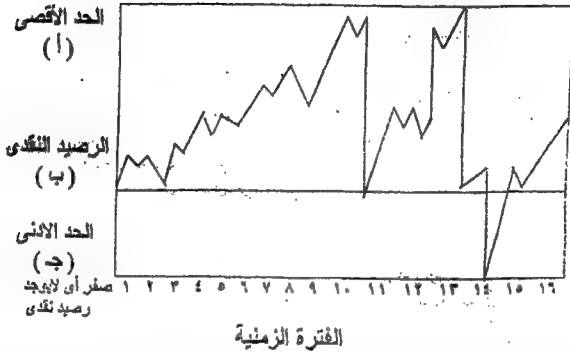
والعكس يمكن أن يحدث في حالة تخفيض رصيد النقدية إلى أقل حد ممكن مع توفير درجة معينه من الحماية المالية ضد مخاطر " الصر المالي الفنى " أو عدم توافر النقدية في الوقت المناسب لدفع مستحقات الدائنين ويكون ذلك عن طريق تحويل الجزء الذي تم استقطاعه من الرصيد النقدي نحو الأستثمار في الأوراق المالية التي يمكن تحويلها إلى نقدية بالسرعه المطلوبه وبهذا الشكل يتوافر لدى الشركة درجة معينه من الحماية المالية ويكون باستطاعتها أيضا أن تحقق عائد معين على الأستثمارات في الأوراق المالية بعكس الحال بالنسبه لحاله الإحتفاظ بالنقدية في شكل رصيد نقدي عاطل .

ومن جهة أخرى فإنه كلما قل حجم الأوراق المالية التي تتخلص منها الشركة بالبيع وتحولها إلى نقدية في المرد الواحد كلما زاد عدد المرات التي تقوم فيها الشركة بالبيع وتحويل الأوراق المالية إلى نقدية وذلك للوفاء باحتياجات الشركة طوال فترة معينه ويعنى بالتالى زياده المصروفات الثابتة التي تتحملها الشركة فى المرد الواحد من أجل القيام بعملية التحويل هذه .

ونظرا لأن النموذج السابق يفترض أن التدفقات النقدية الخارجة تعتبر ثابتة باستمرار طوال الفترة وبالتالي فإن عمليات تحويل الأوراق المالية إلى أرصدة نقدية يمكن التنبؤ بها فى ضوء هذا المعدل الثابت من التدفقات النقدية . لخارجه لذلك فقد حاول بعض الباحثين الآخرين^(١) أن يقدموا نموذج مختلف للنموذج السابق فى أنه يعبر أن رصيد النقدية اليومى فى تغير مستمر سواء بالزيادة نتيجة لزيادة المتحصلات النقدية على المدفوعات النقدية أو بانقاص نتيجة لزيادة المدفوعات النقدية على المتحصلات النقدية . وهذا النموذج الأخير يتفق مع نموذج Baumol فى أنه يفترض أن هناك مصدرين أساسيين لتدعيم موقف السيولة بالشركة أحدهما يتمثل فى النقدية المسانلة وهذه بدورها تتأثر بكافة العوامل المؤثرة على حركة التدفقات النقدية الداخلة والخارجة من الشركة مثل المبيعات أو المشتريات وغيرها والثانى يتمثل فى الأوراق المالية . ويتفق هذا النموذج الأخير مع نموذج Baumol أيضا فى أنه يفترض وجود مبلغ ثابت باستمرار بالنسبة لأية عملية تحويل للأوراق المالية إلى نقدية وتحويل النقدية إلى أوراق مالية، وأنه لا يوجد تأخير فى عملية التحويل هذه . والنموذج الأخير الذى يطلق عليه نموذج Miller and Orr ينظر إلى الرصيد النقدي على أنه فى تغير مستمر طبقا للتغيرات التى تحدث فى التدفقات النقدية الداخلة والخارجة والتي يمكن تمثيلها فى الآتى :

(١) Merton H. Miller and Daniel Orr, "A model of the Demand for Money by Firms", Quarterly Journal of Economics, Vol. LXXX, August 1965, PP. 312 - 327. See some Comments on the Model in, James C. Van Horne, op. Cit., PP. 171 - 173.

العلاقة بين التدفقات النقدية والرصيد النقدي



وطبقاً لوجه نظر Miller And Orr أنه في فترة زمنية معينة فإن الرصيد النقدي قد يرتفع ليصل إلى مستوى أعلى من النقطة "ب" التي تمثل الرصيد النقدي الواجب الاحتفاظ به باستمرار لمواجهة حالات الطوارئ ويكون ذلك ناتج من زياده حجم المتحصلات النقدية من المبيعات وأوراق القبض وغيرها على المدفوعات النقدية المترتبة على القيام بعمليات الشراء النقدي ودفع مستحقات الدائنين وغيرها . فإذا وجدت الإدارة المالية أن رصيد النقدية قد زاد عن النقطة "ب" فإن هذا يعني أن هناك رصيد نقدي يزيد عن احتياطي الطوارئ ويستلزم الأمر بالتالي تحويل هذه الزيادة إلى أوراق مالية حيث يمكن للشركة في مثل هذه الحالة الأخيره أن تحقق عائداً معيناً على الاستثمارات في الأوراق المالية بدلاً من ترك هذا الجزء من النقدية الذي يزيد على رصيد النقدية الواجب الاحتفاظ به في الظروف العادية في شكل عاطل . وهذا يعني أن الجزء من النقدية الواجب تحويله إلى أوراق مالية يساوي (أ - ب) .

وعلى العكس من ذلك فإن الرصيد النقدي قد ينخفض في وقت معين ليصل إلى مستوى أقل من النقطة "ب" أي أقل من المستوى المتفق عليه لمقابله حالات الطوارئ وهنا يستلزم الأمر تصفيه جزء من الأوراق المالية وتحويلها إلى نقدية مماثلة إلى الحد الذي يرفع الرصيد النقدي إلى النقطة "ب" وهذا يعني أن حجم

الأوراق المالية الواجب تحويلها إلى نقدية تساوى الفرق بين أى نقطه أقل من النقطة "ب"، وبين النقطة "ب"، فإذا وصلت النقدية إلى نقطه الصفر أو النقطة "د" فى الشكل السابق فإن حجم الأوراق المالية الواجب تحويلها إلى نقدية يساوى (ب - د)

تحديد حجم الرصيد النقدى :

ولتحديد حجم الرصيد النقدى فإن Miller and Orr

قد حدداه على أساس أن $3 = \text{ب}$

أى إن الأموال المستثمره فى الأوراق المالية تساوى ٣ اضعاف حجم الرصيد النقدى المطلوب الاحتفاظ به طوال الفتره لمقابله الطوارئ ، حيث كانت وجهه نظرهم أن تحديد الرصيد النقدى بهذا الشكل يكفل Earning Maximization على محفظه الأوراق المالية Portfolio.

والاقتصاد الرئيسى الذى يمكن ان يوجه للنموذج السابق يتمثل فى أنه يفترض مبدأ العشوائيه Randomization بالنسبه للتدفقات النقدية الداخله والخارجة من الشركه، بينما نجد أن هناك العديد من الشركات التى لا يتوافر لديها الأساس الذى يمكن فى ضوءه تقدير حجم التدفقات النقدية الداخله والخارجة على الأقل فى الاجل القصير ، ويضاف لذلك أن النموذج ينطبق عليه الكثير من عيوب نموذج Baumol السابق الإشارة إليه .

العوامل المؤثره على معدلات التدفق النقدى :

المقصود بمعدلات التدفق النقدى هو تقدير حجم التدفق الخارج أو الداخلى إلى الشركه خلال فتره معينه ولتكن شهريه أو ربع سنويه أو خلافيه . والتدفق النقدى الداخلى إلى المشروع يتأثر أساسا بالمبيعات ومتحصلات أوراق القبض بينما أن التدفق النقدى الخارج من المشروع يتأثر أساسا بالأجور وغيرها بالمشتريات . ويجب أن نوضح ان الهدف من وراء إعداد بيان التدفق النقدى هو تقدير معدلات التدفق النقدى الداخلى والخارج فى المستقبل، وكليهما يعتمد ان على إعداد تقدير سليم بحجم المبيعات المتوقعه والنميه التى يتم على أساس نقدى وتلك التى يتم بالأجل، وبالنسبه للمبيعات الآجله يستلزم الأمر تحديد وقت تحصيل قيمتها .

ولكى تكتمل الصورة فيهما يتفق المبدأ على أن النقدية للشركة وتحديد مجموعة العوامل المؤثرة فيها فإن الأمر يستلزم عملية تقدير المبيعات على أساس أنها نقطة البداية بالنسبة لتحديد المتحصلات النقدية أو التدفق النقدي الداخلى للشركة .

فبيان التدفق النقدي يبدأ أولاً بالمبيعات التقديرية ، ثم يلى ذلك تحديد المتحصلات Receipts عن هذه المبيعات . وهذا يجرنا إلى تحديد الطرق المختلفة التى يمكن استخدامها فى تقدير المبيعات كالآتى :

تقدير المبيعات :

هناك أكثر من طريقة لتقدير المبيعات يمكن التطرق إليها باختصار فى الآتى :

١- التقديرات بواسطة رجال البيع :

طبقاً لهذه الطريقة يقوم كل رجل بيع بإعداد تقدير مبدئى للمبيعات المتوقعة بالنسبة للمنطقة المسئول عنها ، حيث تسلم هذه التقديرات لرؤساء مناطق التوزيع الذين يقومون بدورهم بمراجعتها ، هذه التقديرات والابقاء عليها أو تغييرها بالزيادة إذا كانت هناك من الشواهد الاقتصادية والمكانية ما يؤكد عدم ملائمة التقديرات أو أن تكون الخبرة السابقة قد أوضحت اتجاه الشخص القائم بعملية التقدير إلى اتخاذ نظره تشاؤمية وإعداد تقديرات أقل من اللازم بالنسبة للمبيعات ، وعلى العكس من ذلك فقد يقوم رؤساء المناطق بتغيير تقديرات رجال البيع بالتخفيض فى حجم هذه التقديرات وذلك إذا كانت هناك بعض المؤشرات التى تستدعى ذلك أو كان من عادة الشخص القائم بإعداد هذه التقديرات أن يضع أرقاماً مغالى فيها . وتقدم جميع هذه التقديرات إلى مدير التسويق الذى قد يبقى عليها كما هى أو يقوم هو بدوره بتعديلها فى ضوء مجموعة العوامل الداخلية والخارجية المؤثرة على خطة المبيعات فى المستقبل .

٢- التقدير باستخدام الاتجاه العام^(١)

في حالات معينة قد يكون الطلب على منتجات الشركة منتظم للدرجة أن معدل التغير في الطلب قد يأخذ اتجاهًا تصاعديًا بدرجة أو بأخرى بحيث يمكن التطبيق باستخدام ما يسمى بمعادلات الاتجاه العام أو باستخدام الرسم البياني .

مثال :

بالرجوع إلى البيانات الخاصة بحجم المبيعات خلال الشهور الأثنا عشر الماضية وجد أنها تتمثل في الآتي .

الشهر	المبيعات بالآلاف
يناير	١٢
فبراير	١٥
مارس	١٤
أبريل	١٦
مايو	١٩
يونيو	١٨
يوليو	٢٠
أغسطس	١٩
سبتمبر	٢١
أكتوبر	٢٥
نوفمبر	٢٧
ديسمبر	٢٦

والمطلوب استخدام البيانات السابقة في تقدير حجم المبيعات عن الأثنى عشر شهرا القادمة من عام ٢٠٠١ هذا مع العلم أن مدير المبيعات قد أوضح أن معدلات التغير في أرقام المبيعات ما بين عام ١٩٩٩ والإعوام السابقة كانت في الاتجاه المطلوب دون أن يطرأ عليها ارتفاع أو انخفاض غير عادي، وأنه منذ شهر يناير ٢٠٠٠ فإن معدل الطلب على السلعة أخذ في الارتفاع بمعدل يكاد يكون منتظم .

(١) يعرفه الأشراف والراجح توافرها عند استخدام الأتداء العام للتنبؤ بالطاعة موضع البحث يمكن الرجوع إلى د . عبد المنعم ناصر الشاعلي ، المرجع السابق ، الجزء الثاني ، ص ١ - ٢٣ .

الحل

نقطة البدايه في حل لمسأله السابقة تتمثل في إعداد الجدول التالي :

من	ص	من	ص
١	١٢	١	١٢
٢	١٥	٤	٣٠
٣	١٤	٩	٤٢
٤	١٦	١٦	٦٤
٥	١٩	٢٥	٩٥
٦	١٨	٣٦	١٠٨
٧	٢٠	٤٩	١٤٠
٨	١٩	٦٤	١٥٢
٩	٢١	٨١	١٨٩
١٠	٢٥	١٠٠	٢٥٠
١١	٢٧	١٢١	٢٩٧
١٢	٢٦	١٤٤	٣١٢
مج ٧٨	مج ٢٣٢	مج ٦٥٠	مج ١٦٩١

وبعد تكوين هذا الجدول يمكن تقدير المبيعات الخاصه بكل شهر من الشهور القادمه وذلك باتباع المعدلات التاليه :

(١) ص = أ + ب من حيث ترمز "ص" للمبيعات المطلوب تقديرها من تمثل الشهر المطلوب تقدير المبيعات، "أ"، "ب" ثوابت باستخدام المعادلتين التاليتين:

(٢) مج ص = ن أ + ب مج من حيث تمثل "ن" عدد الشهور أو السنوات التي تتوافر ارقام المبيعات عنها وهي ١٢ شهر في هذا المثال.

(٣) مج من ص = أ مج من + ب مج من

وبالتعويض في المعادلة الثانية والثالثة نجد الآتى :

$$٢٣٢ = ١٢ + ٧٨ ب$$

$$١٦٩١ = ٧٨ + ٦٥٠ ب$$

ويضرب طرفى المعادلة الأولى في ٦,٥ نجد الآتى :

$$٦,٥ \times ٢٣٢ = ٦,٥ \times ١٢ + ٦,٥ \times ٧٨ ب$$

$$١٥٠٨ = ٧٨ + ٥٠٧ ب$$

$$١٦٩١ = ٧٨ + ٦٥٠ ب$$

$$١٥٠٨ = ٧٨ + ٥٠٧ ب$$

ويطرح المعادلة الثانية من المعادلة الثالثة نحصل على النتائج التالية

$$١٨٣ = ١٤٣ ب$$

$$١٨٣$$

$$\therefore ب = \frac{١٨٣}{١٤٣} = ١,٣$$

وبالتعويض عن قيمة ب في المعادلة الثانية للحصول على قيمة " أ " نجد الآتى :

$$٢٣٢ = ١٢ + ٧٨ \times ١,٣$$

$$٢٣٢ = ١٢ + ١٠١,٤$$

$$٢٣٢ - ١٢ = ١٠١,٤$$

$$١٢ = ١٣٠,٦$$

$$١٣٠,٦$$

$$\therefore أ = \frac{١٣٠,٦}{١٢} = ١٠,٧$$

∴ مبيعات يناير ٢٠٠١ بالرجوع إلى المعادلة الأولى =

$$١٠,٧ + ١٣ \times ١,٣ =$$

$$٢٧,٦ = ١٦,٩ + ١٠,٧ \text{ جنيهاً}$$

(١) لا تنسى أن شهر يناير من العام اللاحق لعام ٢٠٠٠ هو الثالث عشر في الترتيب أى (١٢ + ١)

مبيعات فبراير ٢٠٠١ =	$14 \times 1,3 + 10,7$	= ٢٨,٩ جنيه
مبيعات مارس ٢٠٠١ =	$15 \times 1,3 + 10,7$	= ٣٠,٢
مبيعات أبريل ٢٠٠١ =	$16 \times 1,3 + 10,7$	= ٣١,٥
مبيعات مايو ٢٠٠١ =	$17 \times 1,3 + 10,7$	= ٣٢,٨
مبيعات يونيو ٢٠٠١ =	$18 \times 1,3 + 10,7$	= ٣٤,١
مبيعات يوليو ٢٠٠١ =	$19 \times 1,3 + 10,7$	= ٣٥,٤
مبيعات أغسطس ٢٠٠١ =	$20 \times 1,3 + 10,7$	= ٣٦,٧
مبيعات سبتمبر ٢٠٠١ =	$21 \times 1,3 + 10,7$	= ٣٨
مبيعات أكتوبر ٢٠٠١ =	$22 \times 1,3 + 10,7$	= ٣٩,٣
مبيعات نوفمبر ٢٠٠١ =	$23 \times 1,3 + 10,7$	= ٤٠,٦
مبيعات ديسمبر ٢٠٠١ =	$24 \times 1,3 + 10,7$	= ٤١,٩

وقبل الانتقال إلى دراسة كيفية استخدام أرقام المبيعات التقديرية في إعداد بيان التدفق النقدي فإن الأمر يستدعي الأخذ في الاعتبار أن هناك طرق أخرى لتقدير المبيعات ولكننا نكتفي بهاتين الطريقتين تاركين للقارئ حرية الرجوع إلى بعض المراجع المتخصصة في هذا المجال .

تقدير المتحصلات النقدية: Cash receipt

بعد الانتهاء من تقدير المبيعات يستلزم الأمر تحويل هذه التقديرات إلى متحصلات نقدية بمعدلات معينة تتم يوميا أو أسبوعيا أو شهريا أو كل ثلاثة شهور. ولتقدير المتحصلات النقدية عن المبيعات يستلزم الأمر تحديد نسبة المبيعات الأجله إلى المبيعات النقدية حيث أن التطابق بين أرقام المبيعات وأرقام المتحصلات النقدية عن المبيعات يتم فقط في حالة ما إذا كانت مبيعات الشركة تتم على أساس نقدي بينما يندم هذا التطابق في حالة استخدام طريقة البيع بالأجل . ولتحديد نسبة المبيعات النقدية إلى المبيعات الأجله خلال فترة زمنية معينة يستلزم الأمر الرجوع إلى خبرة الشركة السابقة وذلك بغرض تحديد شروط تحصيل قيمة المبيعات ونسبة المبيعات الأجله التي تحصل في موعدها وتلك التي تتأخر عن الموعد بسبب الظروف المالية للعملاء أو لعدم كفاءة جهاز التحصيل أو لغير ذلك من الأسباب . والمثال التالي من الممكن أن يوضح كيفية تحويل المبيعات إلى متحصلات نقدية .

مثال

تقوم شركة الإسكندرية للأسمك ببيع منتجاتها من الأسماك المحفوظة لتجار الجملة حيث جرت العادة على أن يمنح كل منهم مهلة لتمديد قيمة مشترياته خلال ٣٠ يوم من تاريخ تحرير فاتورة الشراء . وتدل خبرة الشركة أيضا على أن ١٠ % من مبيعات كل شهر تحصل نقدا في الحال بينما تصل المبيعات الآجلة إلى ٩٠ % وبالنسبة للمبيعات الآجلة فإن خبرة الشركة أوضحت أن ٩٠ % منها تحصل في خلال شهر من تاريخ البيع والباقي وهي ١٠ % تحصل خلال شهرين .

ولقد قدرت المبيعات عن الفترة القادمة كالآتي :

نوفمبر	ديسمبر	يناير	فبراير	مارس	أبريل	مايو	يونيو
جـ	جـ	جـ	جـ	جـ	جـ	جـ	جـ
٣٠٠	٣٥٠	٢٥٠	٢٠٠	٢٥٠	٣٠٠	٣٥٠	٣٨٠

والمطلوب تقدير حجم المتحصلات النقدية عن المدة شهور الأخيرة من يناير حتى يونيو .

الحل

يستلزم الأمر الرجوع إلى شروط البيع والتحصل الخاصة بالشركة ثم تحويل المبيعات إلى جزء نقدي يحصل عن نفس الشهر، وجزء آجل يحصل الشهر التالي عباره عن ٩٠ % من المبيعات الآجلة و ١٠ % تحصل بعد شهرين من تاريخ البيع كما يوضحه الجدول التالي :

جدول المتحصلات النقدية لشركة الاسكندرية للأسماك

يونيو	مايو	أبريل	مارس	فبراير	يناير	ديسمبر	نوفمبر	سبتمبر
٣٨٠	٣٥٠	٣٠٠	٢٥٠	٢٠٠	٢٥٠	٣٥٠	٣٠٠	المبيعات
٢٤٢	٢١٥	٢٧٠	٢٢٥	١٨٠	٢٢٥	٢١٥	٢٧٠	المبيعات الأجله
٢٨٣,٥	٢٤٣	٢٠٢,٥	١٦٢	٢٠٢,٥	٢٨٣,٥	٢٤٣	—	متحصلات عن الشهر السابق
٢٧	٢١,٥	١٨	٢٢,٥	٢١,٥	٢٧	—	—	متحصلات عن الشهرين السابقين
٣١٠,٥	٢٦٥,٥	٢٢٠,٥	١٨٤,٥	١٣٤	٣١٠,٥			إجمالي المتحصلات عن
٣٨	٣٥	٣٠	٢٥	٢٠	٢٥			المبيعات غير النقدية
								المبيعات النقدية
٢٤٨,٥	٢٣٠,٥	٢٥٠,٥	٢٠٩,٥	١٥٤	٢٣٥,٥			إجمالي المتحصلات

تقدير المدفوعات النقدية : Cash Payments :

عند تقدير المدفوعات النقدية يمثل الأمر التفرقة بين مجموعتين رئيسيتين من المدفوعات أولهما تتمثل في تلك المدفوعات التي ترتبط بحجم المبيعات بطريقة مباشرة . وثانيهما تتمثل في تلك المدفوعات التي تدفعها الشركة بصفة منتظمة بصرف النظر عن حجم المبيعات . ويدخل ضمن المجموعه الأولى المدفوعات عن مشتريات الخامات والمهمات اللازمة لتحقيق رقم المبيعات المتوقع، وكذلك الأجور المباشرة للعاملين وغيرها من عناصر التكاليف المتغيرة بينما يدخل تحت النوع الثاني المصروفات الإدارية والإيجارات والكهرباء وغيرها من عناصر التكاليف الثابتة التي تتحملها الشركة بصرف النظر عن حجم المبيعات وحجم الإنتاج بالتالى وتقدير هذا النوع الأخير من التكاليف أسهل نسبيا عنه بالنسبة لتقدير التكاليف المتغيرة والتي يعتبر أهم عنصر فيها هو تكلفة المشتريات والتي يمكن توضيح طريقته تكبير المدفوعات النقدية الخاصة بها كما يلى :

أسلوب تقدير المدفوعات :

من المفروض أن كل وحده منتج تحتاج إلى حجم معين من الخامات والمواد النصف مصنعه لكي يتم تصنيعها ، فإذا تم حصر أنواع الخامات المطلوبة لإنتاج الوحدة الواحدة من المنتج النهائي وعدد الوحدات المطلوب إنتاجها لا يمكن بالتالي تقدير حجم المشتريات المطلوبة لتحقيق رقم المبيعات المتوقع وبضرب هذا الرقم الأخير في سعر الشراء يمكن إعداد الميزانية التقديرية للمشتريات. ولكن كما هو الحال بالنسبة للمحاصل النقدية هناك جزء من المشتريات يدفع نقداً والباقي يشتري بالأجل. وهذا يعني أنه عند إعداد بيان التدفق النقدي يستلزم الأمر معرفة شروط دفع قيمة المشتريات واخذ ذلك في الاعتبار عند تحديد حجم التدفقات النقدية الخاصة بكل شهر.

مثال

والمثال التالي يمكن أن يوضح ذلك. كانت المشتريات المقدرة لأحدى الشركات عن الشهور من ديسمبر حتى يونيو تتمثل في الآتي :

ديسمبر	يناير	فبراير	مارس	أبريل	مايو	يونيو
→	→	→	→	→	→	→
١٠٠	٨٠	١٠٠	١٢٠	١٤٠	١٥٠	١٥٠

وكانت شروط الدفع تتمثل في الدفع في نهاية ٣٠ يوم من تاريخ الشراء أي في الشهر التالي لعملية الشراء :

وفي ضوء ذلك فإن المدفوعات عن المشتريات ستأخذ الشكل التالي :

يناير	فبراير	مارس	أبريل	مايو	يونيو
١٠٠	٨٠	١٠٠	١٢٠	١٤٠	١٥٠

وكان رصيد النقدية آخر ديسمبر الذي هو أول يناير ١٠٠ ج لنفرض أن المدفوعات الأخرى والتي يجب على هذه الشركة أن تدفعها نقدا هي :

جدول إجمالي المدفوعات

نوع المدفوعات	الشهر	يناير	فبراير	مارس	أبريل	مايو	يونيو
الأجور	١٠٠	٨٠	١٠٠	١٢٠	١٤٠	١٥٠	١٥٠
المدفوعات الأخرى	٥٠	٥٠	٥٠	٥٠	٥٠	٥٠	٥٠
المشتريات	١٠٠	٨٠	١٠٠	١٢٠	١٤٠	١٥٠	١٥٠
إجمالي	٢٣٠	٢١٠	٢٥٠	٢٩٠	٢٦٠	٢٨٥	٣٠٠
مدفوعات عن شراء الآت		١٥٠	٥٠				٢٠
توزيعات توزيعات			٢٠		٣٠		
مدفوعات عن التوزيع	٣٠						
إجمالي المدفوعات	٢٦٠	٣٦٠	٣١٠	٢٩٠	٢٦٠	٢٨٥	٣٢٠

بيان التدفق النقدي "بـآلاف"

يناير	فبراير	مارس	أبريل	مايو	يونيو	
٣٣٥,٥ ^(١)	٢٩٤	٢٠٩,٥	٢٥٠,٥	٣٠٠,٥	٣٤٨,٥	إجمالي المتحصلات ^(١)
٢٦٠	٣٦٠	٣١٠	٢٩٠	٢٨٥	٣٢٠	إجمالي المدفوعات
٧٥,٥	(٦٦)	(١٠٠,٥)	(٣٩,٥)	١٥,٥	٢٨,٥	فائض
١٠٠	١٧٥,٥	١٠٩,٥	٩	(٣٠,٥)	(١٥)	عجز
						الرصيد النقدي أول المدة
١٧٥,٥	١٠٩,٥	٩	(٣٠,٥)	(١٥)	١٣,٥	رصيد آخر المدة

^(١) راجع جدول المتحصلات السابق لإعداد

^(٢) يتكون من ٢٥٤.٠٠٠ مخصصات عن ٤٠.٠٠٠ دولاره عن المخصص من الأصول بالبيع.

ويتضح من بيان التدفق النقدي أن هذه الشركة سوف يكون لديها عجز نقدي في شهري أبريل ومايو حيث تمثل هذا العجز في (٣٠,٥ ألف جنيه) بالنسبة لشهر أبريل، ١٥ ألف جنيه بالنسبة لشهر مايو. وهذا العجز ناتج من انخفاض المتحصلات عن المبيعات خلال شهر مارس مما أثر على رصيد أبريل ومايو من النقدية. هذا العجز ناتج أيضا من قيام الشركة بشراء بعض الأصول الرأسمالية بقيمة ١٥٠,٠٠٠ في شهر فبراير، ٥٠,٠٠٠ في شهر مارس، وتوزيع ٢٠,٠٠٠ ج في شكل أرباح على المساهمين في مارس أيضا. ويزيد من معدلات التدفق النقدي الداخلى في شهري مايو ويونيو يمكن تغطيه العجز النقدي الذى تحقق في شهري أبريل ومايو وترك فائض نقدي قدره ١٣,٥٠٠ ج. ويتضح من بيان التدفق النقدي أن العجز في التدفق النقدي وصل قمته في شهري أبريل يليه شهر مايو.

تأثير الاحتفاظ بحد أدنى من النقدية :

ومن الواضح إن تحليلنا السابق تجاهل ضرورة احتفاظ الشركة بمبلغ معين في شكل حد أدنى لا يجب أن يقل الرصيد النقدي عنه.

فإذا فرضنا أن هذه الشركة وجدت أن الحد الأدنى من النقدية الواجب الاحتفاظ به هو ٧٥,٠٠٠ ج وهو ما يعنى أنه إذا انخفض الرصيد النقدي عن هذا الحد في أى شهر يستلزم الأمر أن تقوم الشركة بتحويل جزء من الأوراق المالية إلى نقدية سائله فإذا لم يكن لديها أوراق مالية يصبح من الضروري أن تلتزم من البنوك بما يكفل المحافظة على الرصيد النقدي في حدود الحد الأدنى باستمرار. وفي هذه الحالة الأخيره فإن حجم القرض في كل شهر سوف يتمثل في الأثنى :

(بالآف جنيه) حجم القرض

يناير	فبراير	مارس	أبريل	مايو	يونيو
١٧٥,٥ ٧٥	١٠٩,٥ ٧٥	٩ ٧٥	(٣١,٥) ٧٥	(١٥) ٧٥	١٣,٥ ٧٥
لا يوجد ١٠٥,٥	لا يوجد ٣٤,٥	(١١)	(١٠٥,٥)	(٩٠)	(٦١,٥)
رصيد آخر المدة حد الأدنى من النقدية					
قيمة القرض الفائض					

ويتضح بذلك أن الشركة يتحقق لديها فائض نقدي يزيد عن الحد الأدنى وذلك خلال شهري يناير وفبراير حيث وصل إلى ١٠٥,٥٠٠ ج في نهاية الشهر الأول ، ٣٤,٥٠٠ ج في نهاية الثاني وفي ضوء ما سبق شرحة بالنسبة لتحويل الفائض النقدي إلى أوراق مالية وذلك حتى يتسنى تحقيق بعض الأرباح يتضح أن الشركة تستطيع أن تحول مبلغ ١٠٥,٥٠٠ ج خلال شهر يناير ويضاف إليهم مبلغ ٣٤,٥٠٠ ج خلال شهر فبراير .

أما بالنسبة لحجم الاقتراض من البنوك (يفترض أن الشركة غير راغبة في تحويل الأوراق المالية إلى تقديراته) فإن حجم هذا الاقتراض سيصل إلى ٦١,٠٠٠ ج في شهر مارس ثم يرتفع إلى ١٠٥,٥٠٠ ج في شهر أبريل حيث يأخذ اتجاهها نزولاً في شهر مايو وأبريل ويكون أمام الشركة لكي تخفض حجم العجز النقدي خلال شهور مارس وأبريل ومايو ويونيو إذا هي أجلت شراء التجهيزات الرأسمالية إلى أن يتحسن مركز السيولة النقدي بها .

ويتضح بذلك أن الفائده الأساسية لبيان التدفق النقدي هي أنه يحدد الوقت المناسب للحصول على الأموال لتغطية العجز النقدي أو الاستثمار الفائض النقدي وذلك في حالة وجود فائض . وبالطبع فإن كل هذا يتوقف على دقة إعداد التقديرات عن المتحصلات والمدفوعات النقدية .

تقديرات التدفقات النقدية تحت ظروف مختلفه :

نظرا لأن بيان التدفق النقدي يعتمد على بعض الافتراضات الخاصه بالمستقبل فيما يتعلق بحجم المتحصلات والمدفوعات النقدية لذلك فقد تتغير هذه الافتراضات ويصبح من الضروري تعديل بيان التدفق النقدي لكي يتفق مع الافتراضات الجديده . وحتى تكون إدارة الشركة مستعدة لمواجهة الظروف الغير متوقعة نجد أن بعض الشركات تعد ثلاثة خطط للتدفق النقدي في المستقبل أحدها بافتراض أن حجم النشاط الاقتصادي العام وبالتالي حجم العمليات بالشركة سوف يصل إلى مستوى غير عادي والثاني يعد على أساس أن حجم النشاط سيوصل إلى أدنى مستوى في المستقبل والثالث لمواجهة الظروف العادية للشركة .

وتحت هذه الفتراضات الثلاث تستطيع الإدارة أن تأخذ ببيان التدفق النقدي الذي يتفق مع الظروف السائدة وبهذا الشكل تكون إدارة الشركة قادرة على مواجهة الظروف المختلفه . وهنا يمكن استخدام الحاسب الآلي في حساب حجم التدفقات النقدية الداخلة والخارجة وذلك في ظل مجموعة من الافتراضات المختلفه عن الظروف الاقتصادية العامه وغيرها من المؤثرات وأثرها على نشاط الشركة في المستقبل فإذا تم ربط ذلك بدرجة احتمال توافر ظروف إقتصادي معين في المستقبل وذلك باستخدام نظريه الاحتمالات فإنه يمكن أخذ الاستعدادات اللازمه لمواجهة كافة الظروف الماليه في المستقبل .

يمكن أن يتطرق التحليل أيضا إلى دراسة الأسلوب المناسب لمواجهة الظروف الغير متوقعة ومجالات التعديل في الخطة الماليه وذلك في ضوء اختلاف الظروف السائدة في الوقت الحالي عما كان متوقعا . على سبيل المثال فإن انخفاض المبيعات الفعلية عما هو متوقع يستدعي على الفور تحليل درجه المرونة بالنسبه لكل عنصر من عناصر التكاليف وتحديد ايها يمكن إجراء تخفيض معين عليه وبأى نمبه ، وماهى الفترة الزمنية التي يمكن إجراء هذا التخفيض خلالها، وهل يمكن

زيادة مجهودات تحصيل المبيعات الأجله لكى تزيد بالتالى من معدلات التدفق النقدى الداخلى (معدل التدفق يعبر عن حجم النقدية الداخلة مضروبه فى الفترة الزمنية التى يتم فيها هذا التدفق) وفى حالة زيادة حجم الأعمال عما هو متوقع فإن هذا يستدعى التطرق إلى دراسة العوامل الواجب توافرها لمقابلة هذه الزيادة فى حجم الأعمال . وهذا يعنى دراسة حجم الزيادة فى المشتريات اللازمة لمواجهة الزيادة فى حجم الأعمال وتحديد حجم القوى العاملة المطلوبة، ومعرفة ما إذا كان من الممكن توفيرها أم لا ، وتحديد ما إذا كان حجم التجهيزات الآلية الموجوده حالياً يسمح بمقابلة هذه الزيادة أم أن الأمر يحتاج الحصول على بعض التجهيزات الآلية الإضافية وما هو حجم التمويل الإضافى اللازم لذلك .

والاجابة على الأسئلة السابقه تعطى الشركة المرونة الكافيه لمواجهة كافة الظروف فى المستقبل، وتساعد أيضاً فى معرفة تكلفة البدائل المختلفة لمواجهة كل موقف اقتصادى على حده، وتخفف من تكلفة الحصول على التمويل الإضافى حيث لا تكون الشركة مضطره تحت ضغط الظروف أن تحصل على احتياجاتها النقدية من المصادر ذات التكلفة العاليه .

التحليل المالي

نبدأ في الفصول القادمة دراسة عملية الرقابة والتحليل المالي ، حيث نتعرف ، على مفهوم وأهمية التحليل المالي وأنواع المؤشرات المالية ، ثم نتناول في الفصول التالية له عملية التحليل المالي لكل من : المسيرة الربحية ، كفاءة استخدام الأموال ، هيكل التمويل .

» لذلك نقسم هذا الجزء الى الفصول التالية :-

- التحليل المالي وأهميته :
- تحليل المسيرة :
- تحليل الربحية :
- تحليل مصادر الأموال واستخداماتها .

• • والله العارف .

الفصل الرابع

التحليل المالي وأهميته

يعتبر التحليل المالي أحد الأدوات المستخدمة فسي
تحديد أوجه القوة ، ومصادر الضعف للمنظمة داخل
الصناعة التي تعمل فيها ، وتفيد عملية التحليل المالي فسي
التعرف على درجة السيولة في المنظمة ، ومستوى ربحيتها
ومدى كفاءة استخدام الأموال داخلها .

ويعتمد التحليل المالي بالدرجة الأولى على أدوات
معينة ، هي مانسب بالنسب المالية أو الموزونات المالية
أو المعدلات المالية .

فالنسب المالية أو الموزونات المالية أو المعدلات
المالية هي سميات لشيء واحد هو عبارة عن العلاقة بين
أحد البنود في قائمة المركز المالي للمنظمة وبين آخر
أو العلاقة بين أحد البنود في قائمة المركز المالي وأحد
البنود في حساب الأرباح والخسائر ، أو العلاقة بين أحد
البنود في قائمة الدخل للمنظمة وبين آخر .

هذه العلاقات تبين نواحي القوة والضعف في المركز
المالي للمنظمة ، وتبين درجة السيولة في المنظمة ومستوى

الربحية ، ومدى كفاية تساهل على حسن استثمار
أموالها .

ومن الجدير بالذكر أن هذه النسب والمؤهلات المالية
تلقى اهتماما كبيرا من جانب كل من :-

- ١ - الجهات القرضة للمنظمة .
- ٢ - المستثمرون في المنظمة .
- ٣ - إدارة المنظمة .

١ - فالجهات القرضة للمنظمة تهتم بالمؤهلات المالية
التي تبين درجة السيولة ومستوى ربحية المنظمة ، وحيث
يهتم أصحاب الديون قصيرة الأجل بمدى قدرة المنظمة
على سداد القرض وذلك بالاستعانة بتحليل درجة
السيولة .

بينما يهتم أصحاب الديون طويلة الأجل بقدرة
المنظمة على خدمة الدين فترة طويلة وقدرة تساهلها على
تحقيق تدفقات نقدية لتمديد الفوائد والأقساط ففى
الأجل الطويل ، لذلك يركزون على تحليل الربحية
وعلى تدفقات الأرباح فى المستقبل .

وبناءً عليه يمكننا القول أن المؤهلات المالية
تساعد القرضين فى تقرير ما إذا كان من الأفضل لهم
إقراض المنظمة أم لا .

٢ - أما المستثمرون في المنظمة فيتركز كل اهتمامهم على
مستويات الأرباح المتوقعة ، ومدى استقرارها في
المستقبل ، لذلك يكون اهتمامهم بنسب الربحية
في المنظمة ، وبناءً على ذلك يقررون ما إذا كان
من الأفضل لهم شراء أو بيع أسهم المنظمة .

٣ - كذلك تهتم إدارة المنظمة بالنسب والمؤشرات
المالية ، نظراً لأن هذه المؤشرات تعد من أهم
الأدوات التي تعتمد عليها عملية اتخاذ القرارات
المالية في المنظمة .

وتتطلب عملية التحليل المالي عدة أمور من أهمها :-

أولاً : حساب النسب المالية بالطريقة البسيطة
سنوضحها فيما بعد . .

ثانياً : تفسير مدلولها ، وذلك بتحديد معنى وفهم
هذا المؤشر بالنسبة للمنظمة ، وما هو مقياس
المنظمة منه ، وهل هو في صالح المنظمة أم لا .
*** أي أنه يتم الإجابة على السؤالين التاليين :-

- هل هذه النسبة مرتفعة أم منخفضة أم في
المستوى الطبيعي ؟ . .

- هل هذه النسبة في صالح المنظمة أم لا . . ؟ . .

وللاجابة على هذين السؤالين يتم عمل مقارنة بين النسب التي حققتها المنظمة ، وذات النجمة في المنظمات المنافسة والمتاثلة في النشاط ، أو المقارنة بين نسب المنظمة والنسب السائدة في الصناعة ، فإذا تبين وجود انحراف كبير في مؤشرات المنظمة عن المؤشرات الخاصة بالمنظمات المنافسة أو العائدة في الصناعة دل ذلك على وجود مشكلة واستلزم الأمر القيام بتحليل مالي أعمق للتعرف على أسباب المشكلة والسعي لمعالجتها .

وقد يتم مقارنة المؤشرات المالية للمنظمة في سنة معينة مع ما حققتها في سنوات أخرى للوقوف على تطور الأوضاع المالية بها .

لكن يرى البعض أن الاعتماد على مقارنة المؤشرات المالية للمنظمة في سنوات مختلفة يعتبر مؤشرا مضللا ، فأحيانا تظهر هذه المؤشرات ، اذ ن هناك تطورا وتقدما فسي المنظمة ولكنه رغم من ذلك قد يكشف أن المنظمات الأخرى تتطور وتتقدم بمعدلات أسرع .

فعلى سبيل المثال اذا تبين من التحليل المالي . . أن معدل العائد على الاستثمار الذي حقته المنظمة في عام ١٩٩٢م هو : ٨ % ، ثم زاد هذا المعدل ليصل

الى ١٢ ٪ عام : ١٩٩٣ م . ، فهذا لا يكون
مؤشرا كافيا لتقديم المنظمة اذا تبين أن معدل العائد على
الاستثمار في المنظمات المماثلة : ١٨ ٪ .

أي أن الاعتماد على المؤشرات الذاتية للمنظمة
ربما يكون مضللا .

أنواع المؤشرات المالية :-

للمؤشرات المالية تقسيمات عديدة ، فيمكن
تقسيمها الى مجموعتين :-

الأولى : المؤشرات المستخدمة للتحليل المالي قصير
الأجل ، مثل تحليل السيولة ، وتحليل
كفاءة رأس المال العامل .

الثانية : المؤشرات المستخدمة للتحليل المالي طويل
الأجل مثل تحليل الربحية وتحليل هيكل
التمويل .

* كذلك يمكن تقسيم المؤشرات المالية طبقا
لأغراض استخدامها الى :-

- نمط تحليل السيولة .
- نمط تحليل الربحية .

- نسب تحليل كفاءة استخدام الأموال
- نسب تحليل هيكل التمويل

* وسيتناول هذه النسب تفصيلا في الفصل التالية ، الا أننا سنشير اليها حالا :-

أولا : المؤشرات المالية الدالة على درجة السيولة في المنظمات:

تقاس السيولة في المنظمة بقدرتها على سداد التزاماتها قصيرة الأجل في ميعاد استحقاقها ، وتغير السيولة التي درجة توافر اليسر المالي للمنظمة ويتم قياسها من خلال مجموعة من المؤشرات المالية ، من أهمها :-

$$١ - \text{نسبة التداول} = \frac{\text{مجموع الأصول المتداولة}}{\text{مجموع الخصوم المتداولة}}$$

$$٢ - \text{نسبة المداد المريع} = \frac{\text{مجموع الأصول المتداولة بالبضاعة}}{\text{مجموع الخصوم المتداولة}}$$

$$٣ - \text{نسبة النقدية} = \frac{\text{النقدية}}{\text{مجموع الخصوم المتداولة}}$$

ثانيا : المؤشرات الدالة على ربحية المنظمة :

وهي المؤشرات التي تقاس بها قدرة المنظمة على تحقيق الأرباح ، ويمكن تقسيم هذه المؤشرات الى قسمين هما :-

أ - قياس ربحية المبيعات :-

١ - $\frac{\text{اجمالي الربح}}{\text{صافي المبيعات}}$ = اجمالي الربح الى صافي المبيعات

٢ - $\frac{\text{صافي الربح}}{\text{صافي المبيعات}}$ = صافي الربح الى صافي المبيعات

٣ - $\frac{\text{اجمالي المصروفات}}{\text{صافي المبيعات}}$ = اجمالي المصروفات الى صافي المبيعات

٤ - $\frac{\text{أى بند من المصروفات}}{\text{صافي المبيعات}}$ = بند من المصروفات الى صافي المبيعات

ب - قياس ربحية رأس المال :-

١ - $\frac{\text{صافي الربح}}{\text{رأس المال المملوك}}$ = معدل العائد رأس المال المملوك

$$٢ - \text{معدل العائد على رأس المال العامل} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{رأس المال العامل}}$$

$$٣ - \text{معدل العائد على رأس المال الثابت} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{رأس المال الثابت}}$$

$$٤ - \text{معدل العائد على إجمالي رأس المال المستثمر} =$$

$$= \frac{\text{صافي الربح}}{\text{إجمالي رأس المال المستثمر}}$$

ثالثا : المؤشرات الدالة على كفاءة استخدام رأس المال
في المنظمة :-

* ويقصد بها المؤشرات المالية التي تقاس بها قدرة •
 المنظمة على حسن استثمار أموالها في مختلف الأصول • وتشمل
 المؤشرات التالية :-

- معدل دوران المخزون •
- معدل دوران الأصول الثابتة •
- معدل دوران اجمالي الأصول •
- معدل دوران حسابات القبض •
- متوسط فترة التحصيل •

$$١ - \text{معدل دوران المخزون} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{المخزون السلمي}}$$

وتوضح هذه النسبة ما اذا كان المخزون السلمي لدى
 المنظمة منخفض أو مرتفع • وما اذا كانت المنظمة تبيع
 مخزونها بمعدل أقل من المعدل السائد في الصناعة •

$$٢ - \text{معدل دوران الأصول الثابتة} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{الأصول الثابتة}}$$

وتبين هذه النسبة انتاجية المبيعات ومدى استخدام
الاصول الثابتة في المنظمة .

$$٣ - \text{معدل دوران اجمالي الاصول} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{اجمالي الاصول}}$$

* وتوضح العلاقة بين المبيعات واجمالي الاصول
المستثمرة في المنظمة .

$$٤ - \text{معدل دوران حسابات القبض} = \frac{\text{الدينون}}{\text{اجمالي الاصول}}$$

* وتبين هذه النسبة طول الفترة التي تستغرقها المنظمة
في تحصيل المبيعات الآجلة .

$$٥ - \text{متوسط فترة التحصيل} = \frac{\text{الدينون} \times \text{عدد أيام السنة (٣٦٠ يوم)}}{\text{المبيعات الآجلة}}$$

* ويوضح هذا المؤشر عدد الأيام التي تستغرقها
المنظمة في تحصيل الحسابات المدينة .

رابعاً : المؤثرات المستخدمة في تحليل هيكل التمويل
بالمنظمة :-

١ - نسبة الديون الى اجمالي الأصول بالمنظمة :

$$= \frac{\text{اجمالي الديون}}{\text{اجمالي الأصول}}$$

٢ - نسبة الديون الى حق الملكية :

$$= \frac{\text{اجمالي الديون}}{\text{حق الملكية}}$$

* ويمكن اجمال المؤثرات السابقة والخاصة بكل مـمن
السيولة والربحية وكفاءة استخدام الاموال وهيكل التمويل
في الجدول التالي :-

جدول رقم : (٨ - ١)

أهم المراسلات المالية

اسم النسبة	كيفية استخراجها
أولا : نسب السيولة :	
١ - نسب التداول	$\frac{\text{مجموع الأصول المتداولة}}{\text{مجموع الخصوم المتداولة}}$
٢ - نسبة المداد السريع	$\frac{\text{مجموع الأصول المتداولة البضاعة}}{\text{مجموع الخصوم المتداولة}}$
٣ - نسبة النقدية	$\frac{\text{النقدية}}{\text{مجموع الخصوم المتداولة}}$
ثانيا : نسب الربحية :	
أ - ربحية المبيعات :	
١ - اجمالي الربح : صافى المبيعات :	$\frac{\text{اجالى الربح}}{\text{صافى المبيعات}}$

تابع جدول (٨ - ١)

المؤشرات المالية

صافي الربح	٢ - اجمالي المصروفات :
صافي المبيعات	صافي المبيعات
اجمالي المصروفات	٣ - اجمالي المصروفات
صافي المبيعات	صافي المبيعات
أى بند من المصروفات	٤ - بند المصروفات
صافي المبيعات	صافي المبيعات
	ب - ربحية رأس المال :
صافي الربح	١ - معدل العائد على
رأس المال المملوك	رأس المال المملوك
صافي الربح	٢ - معدل العائد على
رأس المال العامل	رأس المال العامل

تابع جدول (٨ - ١)

المؤشرات المالية

صافي الربح	٣ - معدل العائد على رأس المال الثابت
صافي الربح	٤ - معدل العائد على المال المستثمر
اجمالي رأس المال المستثمر	ثالثا : نسب كفاءة استخدام الأموال
المبيعات	١ - معدل دوران المخزون
المخزون العائم	٢ - معدل دوران الأصول الثابتة
المبيعات	٣ - معدل دوران اجمالي الأصول
الاصول الثابتة	
المبيعات	
اجمالي الاصول	

تابع جدول (٨ - ١)

المؤشرات المالية

الدينون	٤ - معدل دوران
اجمالى الاصول	حسابات القبض
الدينون x عدد أيام السنة (٣٦٥)	٥ - متوسط فترة
البيعات الآجلة	التحصيل
	رأبعا : نسب هيكل التمويل
اجمالى الديون	١ - اجمالى الديون :
اجمالى الاصول	اجمالى الاصول
اجمالى الديون	٢ - نسبة الديون :
حق الملكية	حق الملكية

القوائم المالية اللازمة لحساب الموضعات المالية :-

يتطلب حساب النسب المالية السابق ذكرها ، وجود قوائم مالية معينة ، فبدون هذه القوائم لا يمكن استخراج النسب أو الموضعات المالية ، وبالتالي لا نستطيع إجراء التحليل المالي اللازم في المنظمة ، ومن أهم هذه القوائم :-

- ١ - قائمة المركز المالي (الميزانية العمومية) للمنظمة .
- ٢ - قائمة الدخل (قائمة نتائج الأعمال) للمنظمة .

أولاً : قائمة المركز المالي للمنظمة :-

تعتبر قائمة المركز المالي المصدر الرئيسي لحساب العديد من الموضعات المالية ، كموضعات السيولة وموضعات تحليل هيكل التمويل بالمنظمة .

قائمة المركز المالي هي عبارة عن ملخص الموقف المالي للمنظمة في تاريخ معين ، وهي تسمى الميزانية العمومية لأنها توازن بين ما تمتلكه المنظمة في صورة أصول وبين ما تدبره من صيرورة الخصوم وحقوق الملكية .

ونظراً لما تتطلبه عملية التحليل المالي يتم تصنيف جانب الأصول من قائمة المركز المالي إلى الأصول المتداولة والأصول الثابتة .

فلاصول المتداولة :-

تشمل كل أصل يمكن تحويله الى نقدية من خلال عملية التشغيل العادى للمنظمة فى فترة قصيرة نسبيا ، وحوالى سنة تقريبا مثل :-

- النقدية .
- أوراق القبض .
- البضاعة .
- الدينين .
- الاستثمارات قصيرة الأجل .

أما الاصول الثابتة :-

فهى تشمل كل اصل يستخدم فى التشغيل الداخلى للمنظمة كأداة من أدوات الانتاج ، وليس بغرض البيع مثل :-

- الانشاءات .
- الآلات والمعدات .
- الأراضي .
- المبانى .
- وسائل النقل .
- الاتانات والمكاتب .

كذلك يتم تصنيف الخصوم الى :-

- خصوم متداولة .
- وخصوم طويلة الاجل وحقوق الملكية .

الخصوم المتداولة :-

تشمل الالتزامات التي ستدفعها المنظمة في اطار التشغيل العادى لها في فترة زمنية قصيرة حوالى سنة مثل :-

- اوراق الدفع .
- الدائنين .
- القروض قصيرة الاجل .
- الدفعوات المستحقة .

اما الخصوم طويلة الاجل :-

فهى تشمل الالتزامات التي ستدفعها المنظمة وتستحق في مدة اكثر من سنة مثل :-

- القروض طويلة الاجل ومساهمة الحكومة .

حقوق الملكية :-

حقوق الملكية هى عبارة عن رأس المال المملوك بالاضافة الى الاحتياطات والفائض المرحل ، أى أنها تمثل الفسرق بين اجمالى الاصول ، واجمالى الالتزامات للغير .

ثانيا : قائمة الدخل :-

تعتبر قائمة الدخل (قائمة نتائج الأعمال) من القوائم المالية التي يعتمد عليها في عملية التحليل المالي في المنظمة فهي المصدر الرئيسي لاستخراج مؤشرات الربحية ومؤشرات تحليل نشاط المنظمة .

قائمة الدخل هي قائمة توضح نتيجة أعمال المنظمة عن فترة زمنية ماضية قد تكون سنة أو أقل ، فتصور الإيرادات والمصروفات عن تلك الفترة وتبين ما حققت المنظمة من خماير أرباح .

* وسوف نوضح فيما بعد مكونات قائمة الدخل عند ما نتناول تحليل ربحية المنظمة .

الفصل الخامس

تحليل السيولة في المنظمة

بدأت المنظمات تولي اهتماما كبيرا بعملية السيولة النقدية بها ، نظرا لأن البنوك والموردين وكل الجهات المقرضة أصبحت تركز على دراسة المركز المالي للمنظمات ودرجة السيولة النقدية بها قبل منح القروض أو الائتمان وينصب كل اهتمامها على دراسة مدى قدرة الأصول المتداولة في المنظمة - خاصة النقدية - على تغطية التزاماتها .

تعريف السيولة :-

يقصد بالسيولة في المنظمة أن تكون المنظمة قادرة على سداد الالتزامات المطلوبة منها في الأجل المصير في ميعاد استحقاقها دون أن تتحمل أى خسارة .

ولذلك فإن مستوى أو درجة السيولة في المنظمة تتوقف الى حد كبير على ما يتوافر لديها من استثمارات سائلة كالنقدية الموجودة في الصندوق ، وألدى البنوك التي تتعامل معها المنظمة .

وبناءً على ذلك يمكن القول أن مفهوم الميولة نفسى
المنظمة يرتبط بعاملين أساسيين هما :-

الأول : قدرة المنظمة على الوفاء بالالتزامات المطلوبة منها
على شرط أن يتم الوفاء فى تاريخ استحقاق هذه
الالتزامات ، أى يكون دون تأخير لأن تأخر المنظمة
عن سداد الديون يمكن أن يؤدى الى :-
- اهتزاز ثقة الجهات المقرضة فى المنظمة ،
- صعوبة حصول المنظمة على قروض نفسى
المستقبل .

الثانى : أن يتم وفاء المنظمة بالتزاماتها دون أن تتحمل
أى خسارة ، ذلك لأنه من الممكن أن تضطر
المنظمة الى السداد عن طريق تدبير نقدية من بيع
جزء من أصولها ، وهذا يمرض المنظمة لتحمل
خسائر نتيجة لـ :-

- نقص جزء من أصول المنظمة قد تكون نفسى
حاجة اليه .

- قد لا يكون بيع الأصل فى الوقت الملائم مثلاً
بيع جزء من البضاعة فى غير موسمها ، أو نفسى
غير الوقت المحدد لبيعها بـسعر أقل مما يجرى
الى تحمل المنظمة لخسائر ناتجة عن الفرق نفسى

أسماء بيع البضاعة .

قياس السيولة في المنظمة :-

هناك العديد من المؤشرات التي يمكن لإدارة المنظمة استخدامها في قياس درجة السيولة النقدية بها
من أهم هذه المؤشرات ما يلي :-

- معيار التداول .

- معيار المداد المريح .

- المعيار النقدي .

وقبل أن نتناول هذه المؤشرات بالشرح والتحليل نود أن نوضح أن هذه المؤشرات الثلاثة تكمل بعضها البعض ، فقد يكون من الخطأ أن يعتمد الإدارة على مؤشر واحد فقط في قياس درجة السيولة في المنظمة . .

لذلك يجب عليها أن تستخدم أكثر من مؤشر للقيام بهذا العمل ، ويوضح ذلك من خلال شرح هذه المؤشرات فيما يلي :-

أولا : معيار التداول :-

تقاس قدرة المنظمات على الوفاء بالتزاماتها السي
تستحق في الأجل القصير بما يطلق عليه "معي
التداول " .

وهو عبارة عن العلاقة بين الأصول المتداولة والخصوم
المتداولة لدى المنظمة . هذه العلاقة توضح قدرة
الأصول المتداولة على تغطية الخصوم المتداولة .

أي أن معيار التداول يربط بين عنصرين فيهما صفة
التداول هي الأصول المتداولة والخصوم المتداولة ، ذلك
لأن قيام المنظمة بالوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل لا يتم
عن طريق الأصول الثابتة أو الاحتياطات طويلة الأجل
وإنما يتم عن طريق الأصول الجارية والدائرة في
المنظمة .

وبناءً على ذلك يمكن حساب معيار التداول بالمعادلة
التالية :-

$$\text{معيّار التداول} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

ويعبر عن معيار التداول بعدد من المرات أى عدد
مرات تغطية الأصول المتداولة للخصوم المتداولة ، فقد
تكون مرة واحدة أو مرتين أو ثلاث مرات ، وبطبيعة الحال
كلما زاد حجم الأصول المتداولة عن حجم الخصوم كلما
زاد معيار التداول .

ومن الجدير بالذكر أنه لا يوجد معيار تداول ثالثى
بحيث يمكن تطبيقه على المنظمات المختلفة والحكم على
درجة السيولة فيها .

ذلك لأن درجة السيولة التى يجب توافرها فى
أى منظمة تختلف من منظ (أخرى طبقا للظروف
التى تعيش فيها كل منظمة .

الا أن بعض رجال التمويل يعتبرون أن معيار التداول
٢ : ١ ، معيار معتدل يدل على سلامة المركز المالى
للمنظمة .

كذلك فإن معيار التداول يختلف بالنسبة للمنظمة من
وقت لآخر ، لأنه يرتبط بحركة العمل فى المنظمة .

ومن الأهمية بكان الإشارة هنا الى أن معيار التداول
لا يكون دليل نهائى على ارتفاع درجة السيولة بالمنظمة

وانما هو مجرد قرينة ، لذلك يجب دراسة كل بند من بنود الاصول المتداولة على حدة ..

فعلى سبيل المثال قد تكون قيمة البضاعة كبيرة نسبيا لكن من الدراسة قد يتبين أن هذه البضاعة يعمد بيعها بسعر التكلفة ، كذلك قد يظهر بند الدينين برقم كبير نسبيا لكن بعد الدراسة قد يكون هناك جزء كبير منه دينون مشكوك فيها .

مثال :-

قدرت الأصول المتداولة في إحدى المنظمات بمبلغ :
 ٣٠٠٠٠٠ جنية ، بينما قدرت الخصوم المتداولة بمبلغ :
 ٢٠٠٠٠٠ جنية .
 احسب معيار التداول ..

الحل ..

$$\frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}} = \text{معيار التداول}$$

$$= \frac{300000}{200000} = 1.5 \text{ مرة}$$

ويمكن مقارنة معيار التداول الموجود في عدد من المنظمات ، ولتأخذ على سبيل المثال المنظمات أ • ب • ج • • كما هو موضح بالجدول التالي :-

جدول (٩-١)

مقارنة معيار التداول في عدة منظمات

بيان	نظمة ١	نظمة ب	نظمة ج
اجمالى الاصول المتداولة (بالمليون)	٢٠	٣٠	٤٥
اجمالى الخصوم المتداولة (بالمليون)	٢٠	١٥	١٥
معيار التداول	مرة واحدة	مرتين	ثلاث مرات

من الجدول السابق يلاحظ أن معيار التداول في المنظمة ج ه أعلى منه في كل من المنظمة ب والمنظمة أ .

وهذا يشير إلى أن الأصول المتداولة في المنظمة ج لديها قدرة أكبر على تغطية الخصوم المتداولة في كل من المنظمة ب ، والمنظمة أ ، أي أن درجة السيولة في المنظمة ج أعلى منها في كل من المنظمة ب والمنظمة أ .

لكن يجب ملاحظة أن تحديد معيار التداول بأنه مرة أو مرتين أو ثلاث مرات لا يكفي الجهات القرضة للمنظمة ويكون ضمانا لها في منح المنظمة القروض التي تطلبها ، وإنما تقوم هذه الجهات بدراسة البنود التي تتكون منها الأصول المتداولة في المنظمة نظرا لأن هذه البنود تختلف من حيث سرعة تحويلها إلى نقدية كما أنها تتسم بدرجات متفاوتة من السيولة ومن مخاطر عدم السداد ، فالتفدية بالعنقود تعتبر أعلى بنود الأصول المتداولة سيولة وأقلها خطرا بينما كل من أوراق القبض والدينين والبضاعة تعتبر أقل سيولة وأكثر خطرا من ناحية السداد .

وكما هو موضح بالشكل التالي :-

التقديـة بالمندوق



سيولة تامة وتستعمل في السداد فوراً

التقديـة بالبنك



سيولة تامة وتستعمل في السداد فوراً

الأوراق المالية



سائلة وتستغرق بعض الوقت في السداد

أوراق القبض



شبه سائلة ...

وتتحول إلى نقدية بعد فترة

وتتعرض للخاطر عدم

السداد

المدينون



البضاعة



شكل (٩-١)

درجة السيولة في الأصول المتداولة

لذلك تقوم الجهات التي ستفتح المنظمة الأئتمان بدراسة التوزيع النسبي لبنود الأصول المتداولة للاطمئنان على مستوى السيولة للمنظمة ، حيث أنه كلما زاد النصيب النسبي لكل من النقدية - سواء بالمستودق أو بالبنك - والأوراق المالية كلما كانت درجة السيولة في المنظمة مطمئنة .

قائمة المركز المالي لشركة الكابلات في ٢٠٠٦/٦/٣٠

أصول	(القيمة بالآلف جنيه)	خصوم
٧٣٥٤٥	أصول ثابتة .	٣٠٠٠٠ رأس المال
٤٨٠٠	مخروقات تحت التنفيذ	٥٣٨٦٢ احتياطات
١٢٣٥٦	استثمارات مالية	٩٠٢٦٢ مخصصات
٩٣٨٤٢	مدينون	٣٢٥٦ قروض طويلة الأجل
٤٥٠٣٤	تقديمية بالصندوق والبنوك .	٥٤١٦٢ بنوك دائنة
٣٣١١٦٥		٩٩٦١٣
		٣٣١١٦٥

تمرين (٣) :-

فيما يلي قائمة المركز المالي لشركة مصر للحريير الصناعي
في كل من عام ١٩٩٢ م ، ١٩٩٣ م ، والمطلوب :-

- ١ - حساب التوزيع النسبي لعناصر الاصول المتداولة .
- ٢ - حساب معيار التداول .
- ٣ - حساب معيار السداد السريع .
- ٤ - حساب المعيار النقدي .
- ٥ - مقارنة المؤشرات السابقة في كل من عامي ١٩٩٢ م - ،
١٩٩٣ م

الميزانية العمومية لشركة مسر للتحرير الصناعي
(القيمة بالآلاف جنية)

الاصول			الخصوم		
٩٣/٧٣٠	٩٢/١٨٠	بيان	٩٣/٧٣٠	٩٢/٧٣٠	بيان
١٩٤٨٨	٨٨٧٢٥	اصل ثابتة	٢٥٠٠٠	٢٥٠٠٠	رأس المال
٨٠٢٦	١٨٤٢١	شروط تحت التنفيذ	٣٧١٢٤	٤٤٩٨٨	احتياطات
١٥١٢١٨	١١٤٩٩٦٦	المخزون	١٨٣٣٢	١٣٦١٣٣	مخصصات
١٦٣	١٦٠	استثمارات مالية	١٠٠٣٤٧	١٥٨٣٠١	قرض طويل الأجل
٣٩٠١٦	٧٤٦٧٤	مدينون	٢٣٠٨٠	٨١١٠٥	بنوك دائنة
١٠٤٤٦	١٢٩٩٦	حسابات مدین مختلفه	٣٩٧١٢	٣٧١٧٢	دائنون
١٢١٢	٢٣٣١	تقديم بالصندوق والبنوك			
			٢١٤٧٨	٣٣٠٦٢	حسابات دائنة مختلفة
٥٥٧٦١	٣٧٣٠٧٣		٣٧٣٠٧٣	٥٥٧٦١	

تعيين (٢) :-

تقوم شركة الكابلات الكهربائية المصرية بإنتاج جميع الأسلاك والكابلات سواء للقوى الكهربائية أو للاتصالات الملكية وفيما يلي قائمة المركز العالي للشركة في ٦/٣٠ /
وال المطلوب :-

- ١ - حساب التوزيع النسيب لعناصر الأصول
المتداولة .
- ٢ - حساب المؤثرات الدالة على درجة المسؤولية
بالشركة .

مثال رقم (١)

نمنا على قائمة المركز العالى لاحدى المنظمات ، والمطلوب
حساب التوزيع النسبى لمناصر الاصول المتداولة ، وسيلار التناول
لتحليل درجة السيولة بالمنظمة :-

المركز العالى فى ٦ / ٣٠ /

الخصوم

الاصول

الخصوم ورأس المال	
٤٠٠٠ حساب دائنة	١٦٠٠ التقديرة
٤٠٠ احتياطي ضرائب	٢٢٠٠ أوراق القبض
٤٤٠٠ اجمال الخصوم المتداولة	٢٠٠٠ حسابات مدينة
١٣٠٠٠ قروض طويلة الاجل	١٧٠٠ بضاعة
١٢٤٠٠ اجمال الخصوم	٢٥٠٠ اجمال الاصول المتداولة
١٢٠٠٠ رأس المال المدفوع	١٢٠٠٠ اصول ثابتة
٢١٠٠ أرباح محتجزة	٥٠٠٠ مجمع الاهلاك
١٩١٠٠ - صافي خصوم الملكية	٢٠٠٠ صافي الاصول الثابتة
اجمال الخصوم	٢٢٠٠٠ مشروعات تحت التنفيذ
٣٦٥٠٠ رأس المال	٣٦٥٠٠ اجمال الاصول

الحل :-

١ - التوزيع النسبي لعناصر الأصول المتداولة :-

العنصر	القيمة	النسبة المئوية
تقديرات	١٦٠٠	٢١ ر ٣
أوراق قبض	٢٢٠٠	٢٩ ر ٣
حسابات مدينة	٢٠٠٠	٢٦ ر ٧
بضاعة	١٧٠٠	٢٢ ر ٧
اجمال الاصول المتداولة	٧٥٠٠	% ١٠٠

من الجدول السابق يلاحظ أن هناك توازن بين عناصر الأصول المتداولة في المنظمة حيث أن جميع العناصر تتراوح نسبها النسبي بين ٢٠ % و ٣٠ % .

وهذا يشير إلى أن موقف السيولة بالمنظمة مطمئن إلى حد ما .

٢ - حساب معيار التداول :-

$$\text{معيار التداول} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

$$= \frac{٧٥٠٠}{٤٤٠٠} = ١,٧ \text{ مرة} .$$

وهو معيار يعتبر في المستوى المتوسط وهو يطمئن على درجة السيولة بالمنظمة حيث تزيد الأصول المتداولة عن الخصوم المتداولة بقدر ٧٠ % .

مثال رقم (٢) :-

فيما يلي قائمة المركز المالي لشركة الشرق لصناعة المنسوجات ، وال المطلوب تحليل السيولة النقدية بالشركة من خلال حساب ما يلي :-

١ - التوزيع النسبي لعناصر الأصول المتداولة .

٢ - معيار التداول .

المركز المالي للشركة في ٦/٣٠ /

((القيمة بالعمانية))

الاصول :	
٥٥٠	نقدية
٢٠٠	حسابات مدينة
٤٠٠	مخزون سلع
٢٥٠	أوراق قبض
١٥٠	أراضي
٣٥٠	معدات وآلات
١٥٠	مشتريات تحت التنفيذ
٢٠٥٠	اجمالي الاصول
الخصوم :-	
٢٠٠	أوراق دفع
٢٥٠	حسابات دائنة
١٥٠	ضرائب مستحقة
٥٠	مستحقات أخرى
٦٥٠	اجمالي الخصوم المتداولة
٦٠٠	اسهم متازة
٨٠٠	اسهم عادية
٢٠٥٠	اجمالي الخصوم

١ - التوزيع النسبي لعناصر الأصول المتداولة :-

النسبة المئوية	القيمة	العناصر
٣٩ ر ٣	٥٥٠	التقديرات
١٤ ر ٣	٢٠٠	حسابات مدينة
٢٨ ر ٥	٤٠٠	مخزون سلع
١٧ ر ٩	٢٥٠	أوراق قبض
% ١٠٠	١٤٠٠	إجمالي

بالنظر الى الجدول السابق يمكن القول أن التوزيع النسبي لعناصر الأصول المتداولة بأن درجة السيولة بالشركة جيدة ..

ويرجع ذلك الى أن التوزيع النسبي للتقديرات يمثل أعلى نسبة في الأصول المتداولة يلي ذلك المخزون السلعي ثم أوراق القبض ..

وفي النهاية الحسابات المدينة ..

حساب معيار التداول :-

$$\frac{\text{الاصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}} = \text{معيار التداول}$$

$$= \frac{١٤٠٠}{٦٥٠} = ٢,٢ \text{ مرة}$$

أى أن قيمة الأصول المتداولة بالشركة أكبر من ضعف
الخصوم المتداولة ما يشير إلى أن درجة السيولة بالشركة
كبيرة .

تقييم المعيار التداول كقياس للسيولة بالمنظمة :

من المبرر السابق لمعيار التداول تبين لنا أنه ليس هناك معيار محدد يمكن القول أنه هو المعيار المثالي الذي يمكن تطبيقه ومعرفة درجة السيولة في المنظمة هل هي أعلى من هذا المعيار الخال أو أقل منه ؟؟

ذلك لأن درجة السيولة التي يجب توافرها في أي منظمة تختلف حسب طبيعة ونوع النشاط الذي تعمل فيه بالإضافة إلى الظروف المحيطة بها . .

يجاب على معيار التداول كقياس للسيولة أنه يعبّر عن موقف مالي ثابت للمنظمة لأنه يتناول العلاقة بين قيمة كل من الأصول المتداولة والخصوم المتداولة في تاريخ محدد هو تاريخ بيان المركز المالي للمنظمة .

بينما من الغرض أن يقوم تحليل السيولة الواقعي والمسلم على فهم وشرح واق للموقف المالي للمنظمة على مدار السنة وليس في تاريخ محدد بالذات .

ثانيا : معيار السداد السريع :

يعتبر معيار " السداد السريع " أحد المعايير المستخدمة في قياس درجة السيولة بالمنظمة ، ويتميز هذا المعيار عن معيار التداول في أنه يقتصر في دراسة السيولة على عناصر الأصول المتداولة فيما عدا البضاعة . .

فكما سبق القول تختلف هذه العناصر في درجة سيولتها فمنها ما هو سائل تمام السيولة كالنقدية ومنها ما هو سائل شـلا الأوراق المالية ، ومنها ما هو شبه سائل كالـبضاعة ، أى البضاعة أو المخزون العلمى لدى المنظمة ، يعتبر أقل عناصر الأصول المتداولة سيولة . .

لذلك لا تدخل البضاعة في معيار السداد السريع لقياس السيولة كما هو موضح بالمعادلة التالية :-

$$\text{معيار السداد السريع} = \frac{\text{أصول متداولة} - \text{البضاعة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

ويمبر عن هذا المعيار بعدد من المرات مثل معيار التداول ويرى بعض رجالى الإدارة المالية معيار السداد السريع يجب ألا يقل عن ١ صحيح أى تكون النسبة بين الأصول المتداول بدون البضاعة والخصوم المتداولة ١ : ١ حتى تكون حالة السيولة فى المنظمة مطمئنة .

مثال :-

لديك البيانات التالية :-

٥٥٠	- نفقة
١٠٠	- حسابات نفقة
٤٠٠	- مخزون طعمي
٢٥٠	- أوراق القبض

والمطلوب :-

حساب معيار المداود السريع لقياس درجة
الميوالة بالمنظمة .

اجمالي الاصول المتداولة بدون البضاعة = ١٤٠٠ - ٤٠٠ = ١٠٠٠

معيار المداود السريع = $\frac{١٠٠٠}{٦٥٠}$ = ١.٥ مرة .

ولتوضيح أهمية استخدام معيار المداود السريع لقياس درجة
الميوالة في المنظمة ، نفترض المثال التالي :-

بلغت قيمة الخصوم المتداولة في إحدى المنظمات :
٢٥٠٠٠ ر. جنيه ، بينما كانت قيمة الاصول المتداولة كما يلي :-

- بضاعة ٢٢٥ ر ٠٠٠
- نقدية ٤٥ ر ٠٠٠
- حسابات مدينة ٦٠ ر ٠٠٠
- أوراق قبضى ٢٠ ر ٠٠٠

اجمالى الاصول المتداولة ٥٠٠ ر ٠٠٠ جنبه

أولا : حساب معيار التداول :-

$$\text{معيار التداول} = \frac{\text{الاصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

$$= \frac{٥٠٠ ر ٠٠٠}{٢٥٠ ر ٠٠٠} = ٢ \text{ مرة}$$

ثانيا : حساب معيار السداد السريع :-

$$\text{معيار السداد السريع} = \frac{\text{الاصول المتداولة - البضاعة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

$$= \frac{١٢٥ ر ٠٠٠}{٢٥٠ ر ٠٠٠} = ٠,٥ \text{ مرة}$$

من الشال الافتراضى السابق تبين لنا أن معيار التبادل
بمادى ٢ ، أى أن الأصول المتداولة ضعف الخصوم
المتداولة ، وقد يتبادر الى الذهن أن درجة السيولة
فى هذه النظرة كافية ومطئنة ، لكن بحساب معيار السداد
المروجع اتضح أن درجة السيولة منخفضة حيث أن الأصول
المتداولة بدون البضاعة لا تكفى للسداد نصف الخصوم
المتداولة .

ويرجع ذلك لارتفاع النصب النسبى للبضاعة التى هى
أقل عناصر الأصول المتداولة سيولة - حيث بلغت ثلاثة
أرباع الأصول المتداولة كما هو موضح بالجدول التالى :-

التوزيع النسبى للأصول المتداولة

العناصر	القيمة	%
بضاعة	٣٢٥٠ ر ٠٠٠	٢٥%
تقديمية	٤٥٠ ر ٠٠٠	٩%
حسابات مدينة	٦٠٠ ر ٠٠٠	١٢%
أوراق قبض	٢٠٠ ر ٠٠٠	٤%
اجمالى الأصول المتداولة	٥٠٠ ر ٠٠٠	١٠٠%

الثالث : معيار النقدية :-

يعتبر معيار النقدية من المؤشرات المستخدمة فى قياس درجة السيولة فى المنظمة ، ويعد هذا المعيار أكثر دقة من المعيارين السابقين ، حيث يستخدم فقط العناصر السائلة سيولة تامة فقط ولا يأخذ الأصول المتدولسة الأخرى فى الحسبان .

فالمعيار النقدى يستخدم النقدية فقط ولا يستخدم باقى بنود الأصول المتداولة فى قياس السيولة النقدية فى المنظمة كما هو موضح بالمعادلة التالية :-

$$\text{المعيار النقدى} = \frac{\text{النقدية}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

فى المثال رقم (١) تبلغ النقدية : ١٦٠٠ جنيها والخصوم المتداولة ٤٤٠٠ جنيها وبناءً عليه يكون المعيار النقدى كما يلى :-

$$\text{المعيار النقدى} = \frac{١٦٠٠}{٤٤٠٠} = ٣٦ \text{ ٪}$$

يلاحظ أن التعبير عن المعيار النقدى بعدد من المرات مثل معيار التداول ومعيار المدااد الموزع ،

وفي المثال رقم (٢) :

تبلغ قيمة النقدية : ٥٥٠ جنيتها واجمالي الخصوم المتداولة :
٦٥٠ جنيتها ، وبناءً عليه يكون المقياس النقدي كما يلي :-

$$\text{المقياس النقدي} = \frac{٥٥٠}{٦٥٠} = ٨٥ \text{ ر مرة} .$$

بلاحظ أن قيمة المقياس النقدي أقل من قيمة كل من مقياس
التداول ومقياس المداد السريع بالنسبة لذات المثال
رقم : (٢) :-

- مقياس التداول ٢٢ ر مرة .
- مقياس المداد السريع ٥ ر مرة .
- المقياس النقدي ٨٥ ر مرة .

وأخيراً يجدر بنا الإشارة أن هذه المؤشرات الثلاثة
المستخدمة في قياس السيولة هي المنظمة تكمل بعضها البعض
ويجب الاعتماد عليها جميعاً لأن استخدام مؤشراً واحداً
لا يعطي الصورة الواضحة عن عملية السيولة بالمنظمة .

الفصل السادس

تحليل ربحية في المنظمة

الربح والربحية :-

سبق توضيح الفرق بين الربح والربحية ، بأن الربح هو عبارة عن الفرق بين الإيرادات والمصروفات ، وهو رقم مطلق واضح في حساب الأرباح والخسائر للمنظمة بطريق عليه في بعض الأحيان صافي الدخل .

أما الربحية فهي عبارة عن قياس أو معيار لتقييم الأداء في المنظمة ، وذلك من خلال نسب الرقم الخاص بالربح () إلى الرقم الخاص بمختلف الاشارات في المنظمة مثل المبيعات أو رأس المال العامل أو رأس المال الثابت ، فهناك ربحية المبيعات ، وربحية رأس المال ، سواء أكان رأس المال العامل أو رأس المال الثابت ، أو رأس المال المملوك ، وهو ما سنوضحه فيما بعد .

أهمية الأرباح للمنظمة :-

من المعروف أن أي منظمة يجب أن تحقق ربحاً على مدى فترة من الزمن تعطى عائداً للمساهمين لتظل استثماراتهم

في المنظمة ما يتيح لها الاستمرار في أداء وظائفها
التي انشأت من أجلها .

وتعتبر الأرباح القياس الأساسي على نجاح المنظمة
أما القاييس الاجتماعية التي يجري على أساسها قياس أداء
المنظمة فإنها تتمثل عادة بالمنتجات أو الخدمات التي تقدمها
للبيئة المحيطة بها .

كذلك تعكس الأرباح التي تحققها المنظمة مدى قدرة
الإدارة بها على اتخاذ القرارات والقيام بالتخطيط الملائم
الحكيم لانعظتها .

يفسر الاقتصاديون الأرباح التي تحققها المنظمات بعدة
تفسيرات من أهمها :-

أ - الأرباح هي مكافأة لتحمل المخاطر .

ب - الأرباح هي مكافأة للابتكارات الناجحة .

* طبقا للتفسير الأول تعتبر الأرباح هي القابل لتحصل
المنظمة المخاطر ، ولذلك يلاحظ أن المكافأة (الأرباح)
تكون أكبر كلما زادت المخاطرة .

* وقد قسم المخاطر الى عدة أنواع هي :-

أ - المخاطر التي يجب أن تقبلها المنظمة وهي التي تعتبر
جزءاً لا يتجزأ من طبيعة عملها .

- ٢ - المخاطر التي يمكن أن تتحطها المنظمة .
- ٣ - المخاطر التي لا يمكن أن تتحطها المنظمة .
- ٤ - المخاطر التي لا يمكن إلا أن تتحطها المنظمة .

• أما التفسير الثانى للربح فهو يعتبر الأرباح قابسلا الابتكار . ويقصد بالابتكار كل معبر فى طرق الانتاج أو نفسى أذ واق المستهلكين يترتب عليه زيادة فى الناتج القوس أكثر مما يترتب عليه زيادة فى التكاليف . وهذه الزيادة فى صافى الناتج هى الربح الذى يتولد عن الابتكار .

وفى تعريف آخر للابتكار بأنه إقامة دالة انتاج جديدة ودالة الانتاج هى العلاقة الطبيعية الناتج وبين الأنسواع الأخرى من المدخلات - كراس المال والأرض والعمل - نفسى عليه الانتاج .

ويفرق العلماء بين الاختراع :

والابتكار :

• فالاختراع هو خلق شىء جديد

• أما الابتكار فهو اعداد وتكليف اختراع للاستخدام

التجارى .

• وبناءً على ذلك هناك كثير من الاختراعات التى

لن تكون أبدا ابتكارات .

وأيا كانت تفسيرات الأرباح فإنه من الواجب على المنظمات أن تحقق أرباحاً وعليها أن تختار أحد هذه البدائل :-

- ١ - الربح هو الهدف الوحيد من قيام المنظمة .
- ٢ - الربح هو الهدف الرئيسى من قيام المنظمة .
- ٣ - الربح هو أحد أهداف قيام المنظمة .

« ولا شك أن البديل الثالث هو الأفضل نظراً لأن من الواجب أن تكون الأرباح أحد الأهداف التى تضمها المنظمات الحديثة لنفسها وليس بالضرورة أن تكون الهدف الرئيسى أو الهدف الوحيد .

قياس ربحية المنظمة :-

إذا كانت درجة السيولة فى المنظمة قد تم قياسها باستخدام البيانات الخاصة بالاصول والخصوم الواردة فى قائمة المركز العالى للمنظمة ، فإن قياس الربحية يتم باستخدام البيانات الواردة فى قائمة الدخل ، وقائمة الدخل هى إحدى القوائم المالية للمنظمة وهى تعتبر مكملة لقائمة المركز العالى .

وتصور قائمة الدخل نتيجة أعمال المنظمة عن فترة زمنية ماضية ، لذلك يطلق عليها قائمة نتائج أعمال المنظمة ، حيث تظهر فيها الإيرادات والمصروفات عن فترة معينة ، وتبين حجم

الأرباح أو الخسائر الناتجة عن أعمال المنظمة
في تلك الفترة .

ويهتم الدائنون خاصة أصحاب الديون طويلة بدراسة
قائمة الدخل في المنظمة ، بينما يركز أصحاب الديون
قصيرة الأجل اهتمامهم على درجة السيولة من خلال
دراسة قائمة المركز المالي للمنظمة .

وعادة ما تنقسم قائمة الدخل الى ثلاثة أجزاء ، حيث
يبرز كل جزء نتيجة معينة ، وهذه النتائج الثلاث هي :-

١ - اجمالي أرباح المنظمة :-

تظهر قائمة الدخل في أول قسم من أقسامها الثلاثة
اجمالي أرباح المنظمة عن طريق طرح تكلفه المبيعات من صافي
المبيعات كما هو موضح بالمعادلة التالية :-

* اجمالي الأرباح = صافي المبيعات - تكلفه المبيعات

ويتم حساب صافي المبيعات ، بطرح مردودات المبيعات
ومسموحات المبيعات من اجمالي المبيعات . أن أن :-

* صافي المبيعات =

اجمالي المبيعات - (مردودات المبيعات +

مسموحات المبيعات)

أما تكلفة المبيعات فيتم حسابها بإضافة مشتريات بضاعة الى بضاعة أول المدّة ثم طرح بضاعة آخر المدّة أى أن :-
 * تكلفة المبيعات = بضاعة أول المدّة + المشتريات - بضاعة آخر المدّة .

٢ - أرباح التشغيل فى المنظمة :-

يظهر الجزء الثانى من قائمة الدخل أرباح التشغيل حيث يتم حسابها بطرح مصروفات تشغيل أعمال المنظمة من اجمالي الربح الذى سبق استخراجه فى الجزء الأول .

وتتشمل مصروفات التشغيل فى :-

- مصروفات البيع .
- المصروفات الادارية .
- المصروفات العامة .
- احتياطي الديون المشكوك فى تحصيلها .

* ولا يدخل فى مصروفات التشغيل هذه البنود :-

- الخصم النقدى .
- فوائد القروض .
- ضرائب الدخل .
- المصروفات غير العادية .

٣ - صافي أرباح المنظمة :-

يتم حساب صافي الربح في الجزء الثالث من قائمة الدخل بطرح عناصر التكاليف من أرباح التشغيل ، وهي العناصر التي لم يتم خصمها من إجمالي الربح في الجزء السابق مثل فوائد القروض والضرائب والمصروفات غير العادية

» وفيما يلي مثال توضيحي لقائمة الدخل فسي

أحدى منظمات الأعمال :-

قائمة الدخل

بيان	القيمة (الف جنيه)
اجالى المبيعات :	٨٥٠
- مردودات	١٥
صافي المبيعات	٨٣٥
- تكلفه المبيعات	٦٣٠
اجالى الربح	٢٠٥
- مصروفات التشغيل	٢٥
أرباح التشغيل	١٣٠
- فوائد القروض	١٧
- ضرائب	٢٥
- مصروفات أخرى	٨
صافي الربح	٨٠

النسب المالية المستخدمة لقياس ربحية المنظمة :-

تعتبر قائمة الدخل السابق الاشارة اليها المصدر الذي منه يتم استخراج مؤشرات أو نسب تحليل الربحية منه ، وتنقسم هذه المؤشرات الى قسمين :-

- - المؤشرات المستخدمة لقياس ربحية المبيعات .
- - المؤشرات المستخدمة لقياس ربحية رأس المال .

أولاً : المؤشرات المستخدمة لقياس ربحية المبيعات لمسى المنظمة :-

* تتعدد النسب المالية المستخدمة لقياس قدرة المبيعات على تحقيق أرباح المنظمة ،

من أهم هذه النسب :-

١ - النسبة بين اجمالي الأرباح وصافي المبيعات :-

$$\frac{\text{اجمالي الأرباح}}{\text{صافي المبيعات}}$$

* وتستخدم هذا المؤشر في المقارنة بين ما حققت المنظمة وما تحققه المنظمات المماثلة لها ، أو مقارنة نفس النسبة لنفس المنظمة في عدة سنوات مختلفة .

٢ - النسبة بين صافي الأرباح وصافي المبيعات :-

$$\frac{\text{صافي الأرباح}}{\text{صافي المبيعات}} =$$

* وتستخدم هذه النسبة لقياس مدى قدرة المبيعات على تحقيق صافي ربح للمنظمة ، ويمكن مقارنة النسبة التي حققتها المنظمة في سنوات عديدة للتعرف على كفاءة المنظمة ، حيث أنه كلما ارتفعت نسبة صافي الربح إلى المبيعات كلما زادت كفاءة المنظمة .

٣ - النسبة بين المصروفات (أو أي بند منها) وصافي المبيعات :-

$$\frac{\text{المصروفات}}{\text{صافي المبيعات}} \cdot \frac{\text{أي بند من المصروفات}}{\text{صافي المبيعات}}$$

* وتستخدم هذه النسبة للمقارنة بين مصروفات المنظمة ومصروفات المنظمات المماثلة لها ، وكذلك مقارنة مصروفات المنظمة في سنوات مختلفة وملاحظة مدى ارتفاعها أو انخفاضها من عام لآخر .

* ملاحظ أن هذا المؤشر هو عبارة عن الفرق بين النسبتين السابقتين ، حيث أن المصروفات تشل الفرق بين إجمالي الربح وصافي الربح .

أما النسبة بين أى بند من بنود المصروفات وصافي المبيعات فتعقد فى متابعة كل بند على حده ومعركة ما اذا كان يتفق مع المنظمات المماثلة أم لا . .

فعلى سبيل المثال اذا تبين أن نسبة المصروفات الادارية الى صافي المبيعات فى المنظمة أعلى من ذات النسبة فى المنظمات المماثلة . .

ففى هذه الحالة يستلزم الأمر دراسة بنود المصروفات الادارية والعمل على تخفيضها .

ومن دراسة المورثات المابقة المستخدمة فى قياس ربحية المبيعات فى المنظمة ، يلاحظ أنه يجب على أى منظمة العمل على زيادة النسبة الأولى والثانية وهى نسبة اجمالى الربح الى المبيعات ونسبة صافي الربح الى المبيعات .

ويجب عليها أيضا تخفيض النسبة الثالثة وهى نسبة المصروفات الى المبيعات . . ذلك لأن ادارة المنظمة تكون ذات كفاءة عالية اذا ارتفعت نسب الأرباح الى المبيعات عن المنظمات المماثلة ، واذا انخفضت نسب المصروفات الى المبيعات عن المنظمات المماثلة . .

ثانيا : المؤشرات المستخدمة لقياس ربحية رأس مال المنظمة :

يتم قياس ربحية رأس المال في المنظمة بحساب العائد على رأس المال ، الذي يعبر عن مدى كفاءة استخدام رأس المال المستثمر في المنظمة ، ومدى كفاءة إدارة المنظمة في تحقيق عائد على رأس المال ، لذلك تعتبر إدارة المنظمة ذات كفاءة عالية في حالة ارتفاع العائد على رأس المال .

وقد سبق تناول بعض الطرق المستخدمة في حساب العائد على رأس المال عند مناقشة تقدير احتياجات المنظمة من رأس المال الثابت في الفصل الخامس :

يعتبر تحقيق عائد مرتفع على رأس مال المنظمة ذو أهمية كبيرة للدائنين خاصة أصحاب الديون طويلة الأجل لأن تحقيق عائد استثمار مرتفع يشير إلى قوة المركز المالي للمنظمة والتي قدرتها على الوفاء لسداد الديون .

* وعند دراسة العائد على الاستثمار يمكن حساب المؤشرات التالية :-

- ١ - العائد على رأس المال المملوك : يفيد أصحاب رأس المال المملوك في معرفة معدل العائد على ما يملكونه من رأس المال .
- ويمكن حسابه كما يلي :-

العائد على رأس المال المملوك =

$$= \frac{\text{صافي الربح}}{\text{رأس المال المملوك}} \%$$

٢ - العائد على رأس المال العامل : ويغيد في معرفة مدى قدرة رأس المال العامل في المنظمة على تحقيق الأرباح ، ويمكن حسابه كما يلي :-

= العائد على رأس المال العامل :

$$= \frac{\text{صافي الربح}}{\text{رأس المال العامل}} \%$$

٣ - العائد على رأس المال الثابت : ويغيد في معرفة مدى قدرة رأس المال الثابت في المنظمة على تحقيق الأرباح ، ويمكن حسابه كما يلي :-

= العائد على رأس المال الثابت =

$$= \frac{\text{صافي الربح}}{\text{رأس المال الثابت}}$$

٤ - العائد على إجمالي رأس المال المستثمر : ويغيد في إدارة كل الأموال المستثمرة فيها لتحقيق عائد مرضع ويتم حسابه كما يلي :-

* العائد على رأس المال المستثمر : =

$$= \frac{\text{صافي الربح}}{\text{رأس المال المستثمر}}$$

ومن الجدير بالذكر أن هذا المؤشر يعتبر أهم المؤشرات المستخدمة في قياس ربحية المنظمة ، نظرا لأن معدل العائد على رأس المال المستثمر أكبر دليل على كفاءة المنظمة ، ولو كان الغرض اختبار نسبة مالية واحدة لقياس ربحية المنظمة لكانت نسبة العائد على الاستثمار .

شال تطهيلي لحساب ربحية المنظمة :-

* فيما يلي قائمة الدخل وقائمة المركز المالي لشركة

المعبر التجارية :-

*** قائمة الدخل لشركة العبور التجارية في ١٦/٣٠

بيان	جولس	كلى
اجمالى البيعات	٣٥٠ ٠٠٠	
مردودات البيعات	٥٠ ٠٠٠	
صافى البيعات	—	٣٠٠ ٠٠٠
بخاعة أول الدة	٤٠ ٠٠٠	
+ المشتريات	٢٢٠ ٠٠٠	
	<hr/>	
	٢٦٠ ٠٠٠	
بخاعة آخر الدة	٦٠ ٠٠٠	
تكلفة البخاعة الباعة	—	٢٠٠ ٠٠٠
اجمالى الربح		١٠٠ ٠٠٠
مصرفات بهمية وادارية	٢٠ ٠٠٠	
مصرفات اخرى	٥ ٠٠٠	
اجمالى المصروفات	—	٢٥ ٠٠٠
ارباح التشغيل		٧٥ ٠٠٠
فوائد	٦ ٠٠٠	
مصاريف	٢ ٠٠٠	٨ ٠٠٠
صافى الربح		<hr/> ٦٧ ٠٠٠

* قائمة المركز المالي لشركة العبور التجارية في ٦/٣٠

كلى	جزئى	بيان	كلى	جزئى	بيان
		اصول متداولة			خصوم متداولة
٤٥ ٠٠٠		نقدية	٤٥ ٠٠٠		اوراق دفع
١٠٠ ٠٠٠		بضاعة	٤٠ ٠٠٠		دائنون
٤٠ ٠٠٠		اوراق قبض	٣٠ ٠٠٠		قروض
١٩ ٠٠٠					رأس المال
		اصول ثابتة	١٠ ٠٠٠		شركاء متضامنون
١٥ ٠٠٠		سيارات	١٠ ٠٠٠		شركاء موصون
٥٠ ٠٠٠		اصول اخرى	١٠٠ ٠٠٠		ارباح محتجزة
٢ ٠٠٠٠			٢٨ ٠٠٠		
٣٩ ٠٠٠			٣٩ ٠٠٠		

* والمطلوب :-

قياس ربحية شركة العبور التجارية بالنسبة لكل من :-

أولا : المبيعات .

ثانيا : رأس المال .

أولاً : قياس ربحية المبيعات لفكرة العبور التجارية :-

١ - نسبة اجمالي الربح الى صافي المبيعات :-

$$\% ٢٣,٣ = \frac{١٠٠.٠٠٠}{٣٠٠.٠٠٠} \frac{\text{اجمالي الربح}}{\text{صافي المبيعات}}$$

* فإذا كانت النسبة المحققة في الشراءات الماثلة أعلى من هذه النسبة فهذا يعني أن هذه النسبة منخفضة ، أما إذا كانت النسبة المحققة في الفترات الماثلة أقل ، فهذا يشير الى أن شركة العبور أفضل من الشركات الأخرى .

٢ - نسبة صافي الربح الى صافي المبيعات :-

$$\% ٢٢,٣ = \frac{٦٧.٠٠٠}{٣٠٠.٠٠٠} \frac{\text{صافي الربح}}{\text{صافي المبيعات}}$$

* يجب مقارنة هذه النسبة مع النسبة المحققة في الشركات الماثلة فإذا كانت أعلى منها ، فهذا يدل على أن الوضع في الشركة مطمئن ، أما إذا كانت أقل كان الواجب دراسة أسباب هذا الانخفاض .

٣ - نسبة المصروفات الى صافي المبيعات :-

$$\% ٨,٣ = \frac{٢٥.٠٠٠}{٣٠٠.٠٠٠} \frac{\text{اجمالي المصروفات}}{\text{صافي المبيعات}}$$

فإذا كانت النسبة المحققة في الشركات المماثلة ١٢ %
أو ١٥ % أى أكبر من النسبة التى حققها الشركة محل الدراسة
فهذا يشير الى أنها فى وضع أفضل من الشركات المنافسة .

ثانيا : قياس ربحية رأس مال شركة المصير التجارية :-

١ - معدل العائد على رأس المال المملوك :-

$$\text{صافي الربح} = \frac{١٧٠٠٠}{\text{رأس المال المملوك}} = \frac{١}{٢٨٠٠٠٠} = ٠,٠٠٣٥٧ \%$$

* فإذا كان معدل العائد على رأس المال المملوك
في الشركات المماثلة للشركة محل الدراسة على سبيل المثال
٢٦ % ، فذلك يعنى أن المعدل المحقق بواسطة
الشركة يعتبر منخفض .

٢ - معدل العائد على رأس المال العامل :-

$$\text{صافي الربح} = \frac{١٧٠٠٠٠}{\text{رأس المال العامل}} = \frac{١}{١١٠٠٠٠} = ٠,٠٠١٥٥ \%$$

* يتم مقارنة هذا المعدل مع المعدل المحقق فى
الشركات المنافسة لمعرفة ما إذا كان مرتفع أو منخفض .

٣ - معدل العائد على رأس المال الثابت :-

$$\text{صافي الربح} = \frac{٦٧٠٠٠}{\text{رأس المال الثابت}} = \frac{٦٧٠٠٠}{٢٠٠٠٠٠} = ٣٣,٥\%$$

٤ - معدل العائد على رأس المال المستثمر :-

$$\text{صافي الربح} = \frac{٦٧٠٠٠}{\text{رأس المال المستثمر}} = \frac{٦٧٠٠٠}{٣٩٠٠٠٠} = ١٧,٢\%$$

* ويلاحظ أن معدل العائد على رأس المال المستثمر أعلى من معدلات الفائدة السائدة في السوق التي تتراوح بين ١٠% و ١٢,٥%

الفصل السابع

تحليل مصادر الأموال واستخداماتها في المنظمة

بعد الدراسة التحليلية لكل من السيولة والربحية ففى
الفصلين السابقين ، نبدأ فى هذا الفصل تحليل مصادر
واستخدام الأموال فى المنظمة ، حيث يتم فى البداية تحليل
المصادر ثم بعد ذلك يتم تحليل الاستخدامات .

أولاً : تحليل مصادر المنظمة (هيكل التمويل) :

تهدف عملية تحليل مصادر التمويل فى المنظمة تحديد
نسب كل مصدر من المصادر التى سبق ذكرها فى ترميز
أنشطة المنظمة ، فقد سبق ذكرها فى تقييم مصادر
التمويل للمنظمة طبقاً لطريقة استخدام الأموال الى :-

- مصادر التمويل طويل الأجل .
- مصادر التمويل متوسط الأجل .
- مصادر التمويل قصير الأجل .

كذلك تم تقييم المصادر الى :-

- مصادر التمويل من داخل المنظمة (الملكية) .
- مصادر التمويل من خارج المنظمة (الدائنين) .

لكن لأغراض التحليل العالى يمكن دمج التقسيمين السابقين
فى تقسيم واحد ، حيث يتم تقسيم مصادر التمويل الى :-

١ - مصادر التمويل الداخلية متشعبة فى رأس المال المملوك

٢ - مصادر التمويل الخارجية قصيرة الأجل متشعبة فى
الخصوم المتداولة .

٣ - مصادر التمويل الخارجية طويلة الأجل متشعبة فى
الخصوم طويلة الأجل .

* ملاحظ من التقسيم السابق أن أساس التحليل العالى
لهيكل التمويل فى المنظمة يعتمد على تحديد مصادر التمويل
الداخلى ومصادر التمويل الخارجى ، ذلك لأنه من الضرورى
أن تحقق السياسات التمويلية التى تتبعها المنظمة نوع من
التوازن بين مصادر التمويل الداخلى ومصادر التمويل الخارجى
بحيث يكون التمويل الخارجى فى حدود قدرة المنظمة على
المداد وقدرتها على الوفاء بالتزامات الدين .

* كذلك يحتلزم الاعتماد على مصادر التمويل الخارجى
أن يغطى العائد الناتج من استثمار الدين الفائدة المستحقة
عليه ، فمن غير المعقول أن تقتضى المنظمة ديناً خارجياً يحقق
عائد اقدرة عشرة آلاف جنية وتكون الفائدة المستحقة عليه
خمس عشرة ألف جنية .

المؤشرات المالية المستخدمة في تحليل هيكل التمويل فسي

المنظمة :-

* تستهدف هذه المؤشرات قياس مدى مشاركة أصحاب المنظمة ومدى مشاركة الدائنين في تمويل أنشطة المنظمة ويطلق على هذه المؤشرات ، مؤشرات الملكية والديونية ، وهي تثل أهمية كبيرة لكل من الدائنين وأصحاب المنظمة لأسباب كثيرة من أهمها :-

- ١ - يهتم دائني المنظمة أن يكون لها رأس مال ملوك كبير يزيد عن حجم الديون ، يعتبر عامل أمان لهم يمكن استرداد أموالهم منه عند تعرض المنظمة للانحيار فإذا كانت الديون المستحقة على المنظمة أكبر من حقوق الملكية ، فإن ذلك يعنى أن الدائنون يتحملون مخاطر أكبر من المخاطر التي يتحملها أصحاب رأس المال في المنظمة ، لذلك يجب أن يكون الحد الأدنى للتوزيع النسبي بين الدائنين وحقوق الملكية المساواة ، بحيث تكون النسبة ١ : ١ ، وكلما زاد نصيب حقوق الملكية عن نصيب الدائنين كلما كانت المنظمة فسي وضع أفضل ، وهذا يشجع الدائنين على منح اقتبان أكبر .

٢ - يهتم أصحاب رأس المال في المنظمة أن يتم تمويل جزء من أنشطتها بالتمويل الخارجى لأن ذلك قد يؤدى الى زيادة العائد على رؤوس أموالهم اذا كان العائد على استثمار الديون اعلى من الفوائد المستحقة عليها .

* فعلى سبيل المثال لو افترضنا ان الفوائد المعطاة على الأموال المقرضة ١٣ % وان العائد الذى حققتة المنظمة ٢٠ % ،

فمعنى ذلك ان هناك ٧ % تمثل زيادة تعود على أصحاب رأس المال في المنظمة .

* ومن أهم المؤشرات المالية المستخدمة في تحليل هيكل التمويل في المنظمة ما يلى :-

١ - نسبة الخصوم المتداولة الى حق الملكية :-

يتم حساب هذه النسبة بقسمة الخصوم المتداولة على حق الملكية .

* وتشمل حقوق الملكية في المنظمة :-

- رأس المال .
- فائض رأس المال .
- الأرباح غير الموزعة .
- الاحتياطيات .

وتكون النسبة كما يلي :-

الخصوم المتداولة حق الملكية

فعلى قرض أن اجمالي الخصوم المتداولة في احسدى
المنظمات قد بلغ ٢٠٠ ٠٠٠ جنية ، بينما كانت حقوق الملكية
٨٠٠ ٠٠٠ جنية ، ففى هذه الحالة تكون النسبة كالآتى :-

$$\% 25 = \frac{200\ 000}{800\ 000}$$

وبلاحظ أنه كلما انخفضت هذه النسبة كلما كانت المنظمة
فى وضع أفضل ، فالدائنون يرغبون دائما أن تكون حقوق
الملكية كبيرة لأنه كلما كانت حقوق الملكية كبيرة والديون صغيرة
كلما زاد ضمان الدائنين والعكس صحيح .

فالمنظمة التى تبلغ فيها حقوق الملكية ضعف الدائنين تقدم
ضمانا اكبر للدائنين من المنظمة التى تتساوى فيها حقوق
الملكية مع الدائنين .

٢ - نسبة اجمالى الديون الى حق الملكية :-

يعاى على النسبة السابقة والخاصة بقسمة الخصوم المتداولة
على حق الملكية أنها قد لاتعطى مؤشرا حقيقيا اذا كانت

الديون قصيرة الأجل صغيرة ، والديون طويلة الأجل ضخمة ، لذلك تم معالجة هذا الأمر باستخدام نسبة اجمالي الديون طويلة الأجل وقصيرة الأجل الى حق الملكية .

* وبذلك تكون نسبة الديون كما يلي :-

$$\frac{\text{اجمالي الديون}}{\text{حق الملكية}} =$$

فعلى سبيل المثال لو افترضنا أن اجمالي الديون (طويلة الاجل وقصيرة الاجل) في منظمة ما ٥٥٥ ر ١٠٠ ، جنية ، وأن صافي حق الملكية ٥٥٥ ر ٢٠٠ جنية ، ففى هذه الحالة تكون نسبة الديون ٥٥ %

* ومن البديهي أنه كلما انخفضت هذه النسبة كلما كانت المنظمة في وضع أفضل .

٢ - نسبة اجمالي الديون الى اجمالي الأصول :-

يستخدم المحلل المالي هذه النسبة لدراسة دائية المنظمة ، ومن حساب نسبة الديون بقسمة اجمالي الديون التي على المنظمة الى اجمالي الأصول :-

$$\frac{\text{اجمالي الديون}}{\text{اجمالي الاصول}} = \text{نسبة الديون}$$

فلو بلغ اجمالي الديون في احدى المنظمات ٣٥٠ ٠٠٠ جنية ، بينما بلغ اجمالي الاصول ١٠٠ ٠٠٠ جنية ، تكون نسبة الديون ٣٥ %

وتقيس هذه النسبة مقدار الاموال التي قدمها الدائنون الى اجمالي الاموال المستثمرة في المنظمة ، ويسمى الدائنون دائما الى أن تكون هذه النسبة منخفضة لأن معدل الامسان على أموالهم يزداد كلما انخفضت هذه النسبة .

ثانيا : تحليل كفاءة استخدام الأموال في المنظمة :-

يعتمد نجاح كثير من المنظمات أو فشلها على كفاءة استخدام الأموال بها ، فإدارة المنظمة التي تستثمر أموالها بكفاءة عالية لا شك أنها إدارة ناجحة .

ورأس المال في أى منظمة ينقسم الى رأس المال العامل ورأس المال الثابت .

* لذا نوضح فيما يلى كفاءة استخدام أموال المنظمة في كل نوع منهما :-

١ - تحليل كفاءة استخدام رأس المال العامل في المنظمة :

هناك العديد من المؤشرات العالية التي يمكن استخدامها في قياس كفاءة استخدام رأس المال العامل في المنظمة ، من أهم هذه المؤشرات ما يلى :-

١ - معدل دوران رأس المال العامل .

٢ - معدل دوران المخزون الملمس .

٣ - متوسط فترة التحصيل .

١ - معدل دوران رأس المال العامل :-

يعتبر معدل دوران رأس المال العامل من المؤشرات المستخدمة في قياس كفاءة استخدام رأس المال العامل في المنظمة ، ويتم حساب معدل دوران رأس المال العامل بقسمة صافي المبيعات على صافي رأس المال العامل كما هو موضح بالمعادلة التالية :-

$$\text{معدل دوران رأس المال العامل} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{صافي رأس المال العامل}}$$

* فعلى سبيل المثال لو افترضنا ان صافي رأس المال العامل قدرة : ١٠٠ ٠٠٠ جنيه ، وصافي المبيعات هو ٦٠٠ ٠٠٠ جنيه ، فان معدل دوران رأس المال العامل يكون :-

$$= \frac{٦٠٠ ٠٠٠}{١٠٠ ٠٠٠} = ٦ \text{ مرات}$$

* وهذا يعني ان الجنية الواحد من رأس المال العامل يحقق ستة جنيهات مبيعات .

ومن الواجب مقارنة هذا المعدل مع المعدل المسائد في الصناعة أو المعدل المحقق في المنظمات المماثلة لمعرفة ما اذا كان هذا المعدل مرتفع أو منخفض .

٢ - معدل دوران المخزون :-

* يعتبر حجم المخزون السليم من العناصر الهامة التي تدخل في إطار التحليل المالي ، ذلك لأنه من الضروري أنه يكون حجم المخزون بقدر معين بحيث يحقق شرطين أساسيين هما :-

١ - لا يكون هناك استثمارات عاطلة ، نظرا لأن زيادة حجم المخزون عن حد معين يؤدى الى وجود رأس مال عاطل لا تستفيد منه المنظمة ، وهذا يحبطها خسائر معينة بقدر العائد على رأس المال المستثمر في المخزون الزائد عن الحد .

٢ - حجم المخزون السليم يكفى لاستمرار عمليات الانتاج والتوزيع دون توقف لأن توقف عمليات الانتاج أو التوزيع قد يحمل المنظمة خسائر كبيرة .

* والمخزون السليم أو البضاعة يعتبر من أهم عناصر رأس المال العامل لذلك يهنا دراسة الاستثمار في هذا العنصر والتعرف على مدى كفاءة المنظمة في إدارة هذا الجزء من الاستثمارات .

ومن أهم المؤشرات الدالة على كفاءة الاستثمار في المخزون السليم " معدل دوران المخزون " الذي يتم حسابة

بقسمة صافي المبيعات على متوسط المخزون الملمس
كما هو موضح بالمعادلة التالية :-

$$\text{معدل دوران المخزون} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{متوسط المخزون الملمس}}$$

فلو افترضنا أن صافي المبيعات ٢٥٠ ٠٠٠ جنية ، وأن
متوسط المخزون ٢٥ ٠٠٠ جنية ، يكون معدل دوران المخزون
يساوى :-

$$= \frac{250.000}{25.000} = 10 \text{ مرة}$$

ومن البديهي معرفة أنه كلما زاد معدل دوران المخزون
كلما كان ذلك أفضل للمنظمة ما لذلك يجب مقارنة هذا المعدل
مع المعدلات التي حققتها المنظمات المماثلة لتحديد ما إذا ،
كان هذا المعدل مرتفعاً أو منخفضاً .

وبصفة عامة يمكن زيادة معدل دوران المخزون
بأحدى الطرق الثلاث التالية :-

- ١ - خفض حجم المخزون الملمس مع ثبات حجم المبيعات .
- ٢ - زيادة حجم المبيعات مع ثبات حجم المخزون الملمس .
- ٣ - زيادة حجم المبيعات وخفض حجم المخزون الملمس .

ويرتبط بمعدل دوران المخزون العلمي حساب فترة التخزين وذلك بقسمة عدد أيام السنة على معدل دوران المخزون ،

أى إن :-

$$\text{فترة التخزين} = \frac{360 \text{ يوم (عدد أيام السنة)}}{\text{معدل دوران المخزون العلمي}}$$

* ففى المثال السابق الذكر والخاص بحساب معدل دوران المخزون العلمي يمكن حساب فترة التخزين كالآتى :-

$$\text{فترة التخزين} = \frac{360}{10} = 36 \text{ يوم} .$$

٣ - متوسط فترة التحصيل :-

يعتبر مؤثر متوسط فترة التحصيل من المؤثرات الهامة التي تقيس كفاءة استخدام أحد الأجزاء الهامة من رأس المال العامل في المنظمة ، فهو يقيس الفترة التي تمر على الحسابات المدينة لكي يتم تحصيلها .

* وهناك عدة طرق لحساب متوسط فترة التحصيل نذكر منها الطريقة التالية :-

أ يتم حساب متوسط المبيعات الآجلة اليومية بقسمة اجمالي المبيعات الآجلة في السنة على ٣٦٠ يوم (عدد أيام السنة) .

$$\text{متوسط المبيعات الآجلة اليومية} = \frac{\text{اجمالي المبيعات الآجلة}}{360}$$

ب - يتم حساب فترة التحصيل بقسمة الحسابات المدينة على متوسط المبيعات الآجلة في اليوم :-

$$\text{أي أن :-} \quad \frac{\text{الدائنون}}{\text{متوسط فترة التحصيل}} = \text{الحسابات الآجلة اليومية}$$

* فعلى سبيل المثال اذا كان اجمالي المبيعات الآجلة

في السنة ٧٢٠٠ ٠٠٠ جنيهها واجمالي الحسابات
المدينة ٦٠٠ ٠٠٠ جنيهها تكون متوسط فترة التحصيل
كما يلي :-

$$١ - \text{متوسط المبيعات الآجلة في اليوم} = \frac{٧٢٠٠ \ ٠٠٠}{٣٦٠}$$

$$= ٢٠٠٠٠ \text{ جنيهة}$$

$$٢ - \text{متوسط فترة التحصيل} = \frac{٦٠٠ \ ٠٠٠}{٢٠ \ ٠٠٠}$$

$$= ٣٠ \text{ يوم}$$

* ويمكن اجمال الخطوتين السابقتين لحساب متوسط فترة
التحصيل في خطوة واحدة تكون كما يلي :-

$$\text{متوسط فترة التحصيل} = \frac{\text{الدينون} \times \text{عدد أيام السنة}}{\text{اجمالي المبيعات الآجلة السنوية}}$$

* ففي المثال السابق تكون متوسط فترة التحصيل :-

$$= \frac{٣٦٠ \times ٦٠٠ \ ٠٠٠}{٧٢٠٠ \ ٠٠٠} = ٣٠ \text{ يوم}$$

ب - كفاءة استخدام رأس المال الثابت في المنظمة :-

* هناك عدة مؤشرات يمكن بها قياس كفاءة استخدام رأس المال الثابت ، من أهم هذه المؤشرات ، معدل دوران الأصول الثابتة :-

معدل دوران الأصول الثابتة :-

سبق تعريف الأصول الثابتة بأنها الأصول التي لا يمكن تحويلها الى نقدية بسهولة من خلال العمليات العادية للمنظمة فهي لا تخضع للتداول أو البيع أو الشراء ، لذلك يطلق لفظ ثابتة ، كالأراضي والمباني والآلات وغيرها .

ويستخدم معدل دوران الأصول الثابتة في قياس مدى استخدام الأصول الثابتة لأقصى طاقة لها .

ويمت حساب معدل دوران الأصول الثابتة بقسمة المبيعات على الأصول الثابتة ، أي أن :-

$$\text{معدل دوران الأصول الثابتة} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{الأصول الثابتة}}$$

* فإذا كانت الأصول الثابتة قيمتها ٥ مليون جنيّة والمبيعات السنوية ٢٠ مليون جنيّة يكون معدل دوران الأصول الثابتة يساوي :-

$$= \frac{20}{5} = 4 \text{ مرة}$$

وهذا يعني أن كل جنه من الاصول الثابتة قد حق ٢ ،
جنه مبيعات ، ويمكن مقارنة هذا المعدل مع المعدل السائد
في الصناعة ، لمعرفة ما اذا كان هذا المعدل مرتفع أو منخفض
فان كان مرتفعاً فهذا يشير الى أنه يمكن للمنظمة عمل
توسعات جديدة في الاصول الثابتة ، لأن الاصول الحالية
تعمل بكامل طاقتها .

أما اذا كان معدل دوران الاصول الثابتة منخفضاً في
المنظمة عن المعدل السائد في الصناعة فهذا يشير الى
أن المنظمة ليست في حاجة الى عمل توسعات جديدة في
الاصول الثابتة ، وانما من الواجب عليها استثمار الاصول
الثابتة الحالية واستغلالها بطاقتها القصوى .

الفصل الثامن

أساليب ومصادر التمويل الداخلى « الذاتى »

الفصل التاسع

أساليب ومصادر التمويل الخارجى

الفصل الثامن

أساليب ومصادر التمويل الداخلي

« الذاتي »

أساليب ومصادر التمويل الداخلي (الذاتي)

فى منشآت الأعمال

١ - مقدمة :

يتناول هذا الفصل بالتحليل أساليب التمويل الداخلية فى منشآت الأعمال وهي تعتبر أيضا مصادر تمويل ذاتية . أى أنها تأتي ويتم الحصول عليها من خلال المشروع نفسه .

ويهدف هذا الفصل إلى تحديد وتصنيف أساليب التمويل الداخلي فى المشروع وبيان مالها وما عليها وتحديد تكلفة هذه المصادر واثارها .

ويمكن القول أن معظم عمليات التمويل الداخلى تقوم على أساس احتجاز جزء من الإيرادات التي يحققها المشروع تحت مسميات مختلفة مثل: الأرباح المحتجزة ، الأرباح المرحلة ، الإحتياطيات القانونية ، الإحتياطيات العامة ، الإحتياطيات السرية Hidden Reserves ، والإحتياطيات الأخرى ، والمخصصات بأنواعها المختلفة . كما أن الجزء الآخر من مصادر التمويل الداخلى يتكون من عمليات بيع الأصول مثل بيع حسابات القبض Factoring ، أو الأصول المالية مثل بيع الأوراق المالية التي يملكها المشروع وهي أصول يسهل تحويلها إلى نقدية فى الأجل القصير ودون خسائر تذكر وقد تجلب أرباحا رأسمالية على المشروع ، أو بيع بعض الأصول الثابتة غير المستغلة أو غير المستخدمة بشكل جيد .

إن المشروعات المختلفة التى ترغب فى النمو والإزدهار والتقدم بل والبقاء فى دنيا الأعمال ، تجد أن من أسهل الطرق للحصول على الأموال

اللازمة لذلك التقدم والنمو التنافسي هو الاحتفاظ بجزء من إيرادات المنشأة كل عام لتمويل التوسع في الأصول المختلفة بدلا من اللجوء إلى مصادر أخرى للتمويل مثل زيادة إصدارات الأسهم والسندات أو اللجوء إلى الإئتمان التجارى والإئتمان المصرفى أو حتى ما يسمى بالتأجير التمويلي " Leasing " .

ويمكن القول أن التمويل الداخلى (الذاتى) يتصف بالعديد من المزايا بالنسبة للمشروع ؛ وأهم هذه المزايا هو أنه يعتبر أفضل من غيره من مصادر التمويل الأخرى نظرا لأنه يحفظ للإدارة المالية للمنشأة رعايتها وإشرافها على أعمال المشروع دون تدخل خارجي مثلما يحدث عند إصدار أسهم جديدة أو فتح الباب لشركاء جدد يتدخلون في إدارة المنشأة . وهناك ميزة أخرى هامة للتمويل الداخلى وهى ولو أن الإقتراض من الغير لا يشير أى مشاكل من ناحية التدخل في إدارة المنشأة إلا أن ذلك يجعل المنشأة ملتزمة دائما بتحمل أعباء فوائد ثابتة مما يجعل المشروع يواجه مشاكل عدم القدرة على الدفع في وقت ما أو عند الإستحقاق (مخاطر السيولة) . وفي هذه الحالة فإنه لا سبيل أمام المنشأة إلا الإعتماد على التمويل الداخلى أو الذاتى عن طريق إحتجاز جزء من إيرادات المشروع . والميزة الثالثة للتمويل الداخلى تكمن في أنه يوفر على المشروع الكثير من الجهد والمال الذي يجب أن يتفقه من أجل الحصول على الأموال من مصادر خارجية (مثل عمولات البنوك ومصاريف الحملة الاعلانية والأتعاب الأخرى وخلافه) .

٢ - المقصود بأساليب ومصادر التمويل الداخلية :

إن مصادر التمويل الداخلية (أو الذاتية) يمكن أن تتحدد كما يلى

١ - ما يترتب على سياسة توزيع الأرباح من تحديد لقبة أو نسبة الفائض المحتجز كأرباح محتجزة أو مرحلة .

٢ - الإحتياطيات المحتجزة من صافي الأرباح بجميع أشكالها (القانونية ، والنظامية ، والعامة ، والأخرى) .

٣ - تكوينات الإحتياطيات السرية Hidden Reserves ، وسوف نقوم بشرح تفصيلي لهذه النقطة بالذات والتي لم يشار إليها كثيرا في مراجع التمويل .

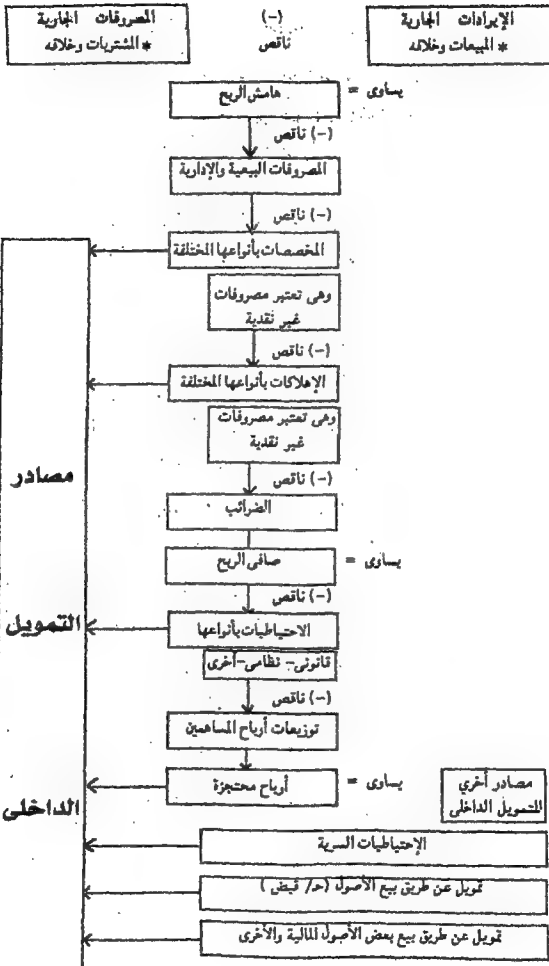
٤ - مجمع الإعلاكات المرتبطة بالأصول الثابتة بجميع أنواعها .

٥ - المخصصات بأنواعها المختلفة .

٦ - التمويل عن طريق بيع حسابات القبض Factoring .

٧ - التمويل عن طريق بيع بعض الأصول المألفة مثل محفظة الأوراق المالية المملوكة للمشروع أو بيع بعض الأصول الثابتة غير المستغلة أو غير المستخدمة بشكل جيد .

٣ - شكل توضيحي يبين أساليب ومصادر التمويل الداخلي في المشروع :



٤ - الأرباح المحتجزة وسياسة توزيع الأرباح :

إن سياسة توزيع الأرباح تعتبر أحد العناصر الرئيسية التي تؤثر على تحديد قيمة الفائض المحتجز فى شكل احتياطات وأرباح مرحلة كأهم مصادر التمويل الذاتي الداخلى ، وذلك لأن سياسة توزيع الأرباح تعبر عن القرار الخاص بالتصرف فى صافى الربح بعد الضرائب - الفائض القابل للتوزيع - لتحديد الفائض الموزع والفائض المحتجز .

وتتأثر سياسة توزيع الأرباح بمدى احتياجات الشركة لتمويل عملياتها الاستثمارية والجارية ، وأثر الفائض المحتجز على إرتفاع أو إنخفاض نسبة المديونية ونسبة الديون لحق الملكية وما يترتب عليهما من مخاطر مالية ومخاطر أعمال تحدث درجة من الإختلال فى هيكل التمويل ، كما تتأثر بمقدار الربح المتحقق سنويا من عمليات الشركة الجارية ومعدل النمو فيها ، وأثر كل ذلك على معدل العائد على الإستثمار وتعظيم حقوق المساهمين وقيمة الأسهم فى بورصة الأوراق المالية ، وعلى تدبير احتياجات الشركة المالية لتمويل الخطة الاستثمارية للشركة والتي تتعلق بتكوين الأصول الثابتة . ويضاف لما سبق القواعد القانونية التى ينص عليها نظام الشركة الأساسى أو القانون ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ بالنسبة لشركات قطاع الأعمال العام ، وهذه القواعد تحدد أسلوب توزيع الفائض القابل للتوزيع على العاملين والمساهمين وأعضاء مجلس الإدارة ونسب تكوين الاحتياطيات المختلفة سواء كان احتياطى قانونى ونظامى واحتياطيات أخرى والتي تثل فى مجموعها الفاوض المحتجز . كما تتأثر سياسة توزيع الأرباح بمركز السيولة فى الشركة ، وبالشروط التعاقدية بين الشركة ومؤسسات التمويل والتي قد ينص فيها على ألا تقل نسبة الأرباح المحتجزة عن نسبة معينة

لتوفير الحماية للدائنين ، كما أنه كلما زاد معدل نمو وتوسع الشركة في نشاطها كلما زادت الحاجة إلى زيادة نسبة الفائض المحتجز ، ويترتب على رغبة الإدارة في زيادة القيمة السوقية لأسهمها في السوق المالي توزيع نسبة كبيرة من الأرباح على المساهمين حتى تزداد ثقتهم في الشركة .

ونظرا لتعدد العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح ، يوجد أمام إدارة الشركة العديد من السياسات البديلة لبعضها البعض التي تتبع في هذا المجال وهي :

١ - سياسة توزيع أقل نسبة من الفائض القابل للتوزيع لاستثمار أكبر قدر من الأرباح كفائض محتجز في الشركة ، حتى تتمكن من تدعيم مصادر التمويل الذاتية طويلة الأجل ، وتوفير السيولة المالية ، وزيادة قدرة الشركة ومرونتها على تغيير نسبة الفائض الموزع من سنة لأخرى في ضوء الخطة الاستثمارية واحتياجاتها التمويلية ، الأمر الذي يساعد على استقرار هذه السياسة في الأجل الطويل .

٢ - سياسة توزيع مبلغ تقدي ثابت لكل سهم كعائد عليه ، ولا يتم زيادة هذا العائد إلا مع تأكيد الإدارة من تحقيق أرباح مرتفعة في المستقبل .

٣ - سياسة تحديد نسبة ثابتة للفائض الموزع والمحتجز من الفائض القابل للتوزيع ، وتتأثر قيمة كل منهما سنويا بقيمة الأرباح المحققة في كل سنة ، وتتفق هذه السياسة مع القواعد القانونية المنظمة لتوزيع الفائض القابل للتوزيع وفق قواعد ثابتة لا تتغير .

٤ - سياسة توزيع نسبة صغيرة من الفائض الموزع على مستحقيه كل ثلاثة أو أربعة شهور ، وهذه لا تصلح إلا للشركات التي تواجه أزمات في

السيولة ، أو بعدم استقرار في الأرباح المحققة سنويا . ويشكل عام فإن هناك مجموعة من العوامل التي تؤخذ في الاعتبار عند تقدير سياسة توزيع الأرباح ، ومن أهم هذه العوامل ما يلي :

١ - العلاقة بين توزيعات وصافي الأرباح المحققة .

٢ - الرغبة في إعادة استثمار الأرباح ، حيث تمثل الأرباح المحققة مصدرا هاما من مصادر تمويل الشركات ، فيقد تكون مصلحة المشروع في إعادة استثمار أرباحه . ومن أهم العوامل التي تدعو للاحتفاظ بجزء من الأرباح داخل المشروع الحاجة إلى النمو والرغبة في تجنب مصادر التمويل الخارجي .

٣ - أثر توزيعات الأرباح على المركز الاستثماري للشركة .

٤ - أثر توزيعات الأرباح على المركز المالي ودرجة السيولة بالشركة .

٥ - عوامل أخرى .

٥ - الإحتياطيات المحتجزة من صافي الأرباح بجميع أنواعها :

من أهم عناصر التمويل الداخلي هو تكوين الإحتياطيات بأنواعها المختلفة والتي تتحدد قيمتها في ضوء نسبة وقيمة الفائض المحتجز سنويا من صافي الأرباح على ضوء القواعد المنظمة لهذه الإحتياطيات والتي تنقسم إلى : إحتياطيات قانونية ، إحتياطيات نظامية ، وإحتياطيات عامة ، وإحتياطيات أخرى لمواجهة أية مخاطر غير متوقعة مستقبلا .

٦ - تكوينات الإحتياطيات السرية Hidden Reserves :

وهي تعتبر مصدرا هاما جدا من مصادر التمويل الداخلي وتدعيم

المركز المالى للمشروع خصوصا في السوق المالى .

يشيع استخدام هذه الطريقة كمصدر هام من مصادر التمويل الداخلى فى بعض الدول الأوروبية - مثل سويسرا على وجه الخصوص - حيث يسمح المشروع بتكوين هذه الاحتياطيات بعد الإتفاق مع المؤسسة الضريبية لتسوية ما تم خصمه بالمغالة من ح/الأرباح والخسائر لتكوين هذا النوع من الاحتياطيات ويجب أن يكون واضحا من اسم هذا الإحتياطى أنه سرى أى أنه لا يظهر إطلاقا تحت أى مسمى بحسابات الأرباح والخسائر أو الميزانيات العمومية للمشروعات ، حيث يعرف هذا الإحتياطى بأنه :

" By undervaluing assets or overvaluing Liabilities , a hidden reserve is created, that is, the surplus amount thus created is not apperent from an examination of a financial statement "

وهذا يعنى أن الاحتياطى يتم تكوينه عن طريق إعادة تقييم الأصول بأقل من قيمتها الحقيقية أو السوقية ، أو عن طريق إعادة تقويم بعض عناصر الخصوم بأكثر من قيمتها الحقيقية . وبالطبع فإن قيمة هذا الإحتياطى السرى لا تظهر أبدا فى أى قائمة من القوائم المالية . ولا يمكن معرفة قيمة هذا الإحتياطى السرى إلا عند بيع أحد عناصر الأصول التى كان قد تم إعادة تقويمها بأقل من قيمتها الحقيقية حيث يظهر هذا الاحتياطى فى شكل أرباح بيع هذه الأصول - ورغم أن هذه الطريقة فى تكوين الاحتياطيات السرية قد تجوز على مبدأ الشفافية فى المحاسبة ، إلا أن القانون يشجع ذلك فى الدول التى تسمح بتكوين هذه الاحتياطيات حيث يسمح أيضا بالمغالة فى تقدير قيمة الإهلاكات والمخصصات لتكوين هذا

الاحتياطي السرى .

إن هذا النوع من مصادر التمويل الداخلى يسمح بتدعيم المركز المالى للمشروعات فى الأسواق المالية ليرفع من قيمة أسهمها ويقوى مراكزها الإئتمانية وقدرة هذه المشروعات على الاقتراض بما يسمح بتدعيم ربحية هذه المشروعات أيضا خصوصا إذا كان معدل الفائدة على الاستثمار فيها يزيد على معدل الفائدة على الديون حيث يؤدى ذلك إلى زيادة الأرباح على حقوق الملكية بما يزيد من أسعار الأسهم فى الأسواق المالية .

ومثلما يمكن حساب تكلفة الأرباح المحتجزة بكل أنواعها كتكلفة فرصة بديلة يمكن أيضا حساب تكلفة الاحتياطيات السرية

٧ - المخصصات ومجمع الإهلاكات بأنواعها المختلفة :

إن المخصصات ومجمع الإهلاكات تعتبر أحد عناصر الخصوم المتداولة ومصدرا من مصادر التمويل الداخلى يتم إعادة استثمارها فى عمليات المشروع الجارية وعمليات نموه . ويتم تحميل قيمة المخصصات والإهلاكات على حساب الأرباح والخسائر للمشروع وهى لا تعتبر مصروفات نقدية (أى لا يترتب عليها مدفوعات نقدية للغير) ولكنها تستقطع بموجب قرار من إدارة المشروع ويتم خصنها من الإيرادات الجارية للمشروع قبل الوصول إلى رقم صافى الربح قبل الفوائد والضرائب . ويتم تكوين المخصصات لمواجهة أغراض محددة بذاتها وفق قواعد ثابتة وكذلك الحال بالنسبة للإحتياطيات بأنواعها المختلفة وهما يعتبران مصدرا من مصادر التمويل الداخلى الذى قد يستخدم لتمويل عمليات التجديد والإحلال للأصول الثابتة ، أو لأغراض أخرى كارتفاع أسعار الأصول .

٨ - تكلفة التمويل الداخلي (الذاتي) :

مثل كل الأموال المستخدمة بواسطة المشروع ، فإن التمويل الداخلي (الذاتي) له أيضا تكلفة . إن هذه التكلفة ليست سهلة فى قياسها بطريقة محددة ، وأن هذه المشكلة كانت مسار جدل عميق للنظرين . إننا لا نرغب فى الدخول فى هذه المناقشات الحامية الوطيس والتي تتطلب فى بعض الأحيان الدخول إلى الطرق الرياضية للاقتصاد القياسى بأكثر من الإدارة المالية . إننا سوف نركز ببساطة أكثر على جانبين إثنين هامين للمشكلة الخاصة بتكلفة التمويل الداخلى وسوف نواجه بالتتابع الجانب الضريبي والجانب الاقتصادى للمشكلة .

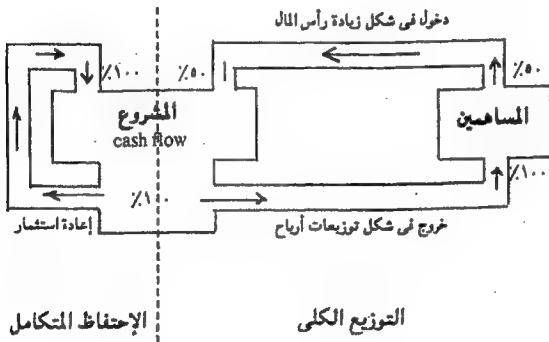
(١) الجانب الضريبي :

فى كل الدول ، نجد أن التمويل الداخلى ينتفع بمعاملة ضريبية خاصة فى الحقيقة . إن جزءا من التمويل الداخلى يعتبر بالكامل معنيا من الضرائب المباشرة . إن هذه الخاصية الهامة تميز كثيرا التمويل الداخلى بالمقارنة بزيادة رأس المال .

وفى الحقيقة ، فإذا كان التمويل الداخلى يعتبر قابلا للخصم من الأرباح الخاضعة للضريبة ، فإنه يشكل بالنسبة للمشروع الوسيلة للتمويل الخاص بالمشروع والأقل تكلفة . أكثر من ذلك وفى الحدود التى يوجد فيها خضوع مزدوج ، فإن أصحاب المصلحة الذين لا يحصلون على توزيعات أرباح أكثر ويتركون المشروع يقوم بإعادة استثمار هذه الأرباح (يلاحظ أن هذا الاتجاه قويا فى بلد مثل ألمانيا ، حيث تقوم الخزنة بفرض ضرائب أكثر ثقلا فى المشروع ، الأرباح غير الموزعة ، والتي تكون قد تم تحويلها تحت شكل أرباح موزعة) . إن المالكين إذن يكون لهم ميزة بشكل عام فيما

يقوم به المشروع من تمويل داخلي ذاتي .

إن الإعفاء أو التخفيف الضريبي لجزء من التمويل الذاتي من جهة ، والخضوع الضريبي المزدوج لتوزيعات الأرباح من جهة أخرى ، يعتبران دوافع كبيرة للتمويل الداخلي الذاتي . فإذا قام المشروع بعدم تمويل نفسه ذاتيا وقام بتوزيع كل التدفقات الصافية للنقدية المنشأة بواسطة الإستغلال التجاري ، فإنه لن يتبقي له غير زيادة رأس المال كوسيلة من وسائل التمويل . وكما يظهر من الشكل التوضيحي التالي فإن التكلفة سوف تكون باهظة جدا :



إن هذا الرسم التوضيحي ، المبسط جدا ، يشير إلى أن التوزيع المتكامل للتمويل الداخلي يؤدي إلى ضياع وفقدان جزء هام من الأموال ، وأن هذا الضياع يعتبر راجعا بوجه خاص إلى الضريبة التي تفرض على دخل المساهمين ، وإلى الرسوم والمصاريف التي تنال إليها كل عملية زيادة

لرأس المال وإلى الفرق بالنسبة للتقديرة . ان النتيجة تعتبر إذن بديهية " إن العامل الضريبي يحفز بقوة المشروعات - وخصوصا الأشخاص الاعتباريون - على التمويل الداخلي ، وذلك لسببين إثنين :

- التمويل الداخلي وذلك فى الحدود التى يعتبر فيها مخففا للضرائب على الأرباح ، وهو يعتبر أقل تكلفة بالمقارنة بكل الأشكال الأخرى للتمويل الخاص (زيادة رأس المال ، والتمويل الداخلى المحسوب عليه ضرائب مثل الأرباح) .

- ان التمويل الداخلى ، سواء كان محسوبا عليه ضرائب أم لا مثل الأرباح ، يتدارك ويتغادى كل فقدان الأموال التى يؤدي إليها توزيعات الأرباح .

(٢) الجوانب الإقتصادية :

لقد رأينا أن المشكلة الكبرى التى نشأت بواسطة التمويل الداخلى لم تتكون عن طريق إحتجاز الأموال - والتى تعتبر عملية بسيطة جدا - ولكنها على الأصح تكونت بواسطة إعادة تخصيصها . إن هذا فى الحقيقة يعتبر إعادة استثمار ، وهو وحده ، هو الذى سوف يسمح للمشروع بتأمين بقاءه ومثل كل الأموال التى تأتي من مصادر أخرى - القروض ، زيادات رأس المال ، إلخ - ، فإن الأموال الآتية عن طريق التمويل الداخلى يجب إذن أن تكون مستثمرة بطريقة مناسبة .

وقبل الدخول فى صميم الموضوع ، فإنه يجب أن نؤكد بقوة أنه من الخطأ الجذري أن نربط بطريقة نظامية كل مشروع استثمار بنمط تمويله وأن يتخذ القرار النهائي تبعاً لتكلفة هذا التمويل الخاص به .

إن مثل هذا النمط للعمل يمكن في الحقيقة أن يؤدي إلى قرار غير رشيد من النوع التالي : قبول المشروع (أ) والتي تكون ربحيته بمعدل ١٨٪ لأنه سوف يتم تمويله بواسطة قرض تكلفته ٨٪ مع رفض المشروع (ب) في نفس الوقت والتي تعتبر ربحيته ١٤٪ لأن هذا المشروع سوف يتم تمويله عن طريق زيادة رأس المال التي تكون تكلفتها ١٨٪ . وتحت نفس الحجة أن التمويل الذاتي والذي لا يؤدي إلى أى تكلفة ، فإن مثل هذه العملية للتقرار تبرهن على أن التخصيص النظامي للتمويل الداخلي للإستثمار لن يبرز أى ربحية موضوعية ، إن سياسة الإستثمار الواضحة قمر بالضرورة من خلال إعداد خطة عامة للإستثمار والتمويل . وبعبارة أخرى ، فإن التوازن الذي يجب أن يكون موجودا بين الربحية والمخاطرة المرتبطة بها لإستثمار ما ، والتكلفة والخطر الخاص بالتمويل من جهة أخرى ، سب أن ينتج من قرار متخذ تبعا لتدفقات عامة . وباتخاذ الإجراءات بطريقة مختلفة ، قد ينسى أن قرارات الإستثمار تلزم المشروع بشكل لا رجعة فيه خلال وقت طويل نسبيا ، وكنتيجة لذلك فإن هذا يرجع إلى ممارسة سياسة القطعة بالقطعة والتي تكون فيها الأضرار والمساوئ أكثر وضوحا .

ومن البديهي أن المشروع يجب عليه أحيانا أن يحقق إستثمارات هامة والتي لا تبرز أى ربحية موضوعية - وعلى سبيل المثال إنشاء عمارة مخصصة للخدمات الإدارية ، وإنشاء الكانتين للعاملين ، إلخ . إن فشل هذه الأمور لا تكون ممكنة إلا إذا قام المشروع بتنفيذ إستثمارات أخرى مريحة بشكل مرضى بحيث يكون مجموع الإستثمارات يبرز ربحية كلية مقبولة . وبعبارة أخرى ، فإن هذه الإستثمارات التي لا يكون لها أى ربحية موضوعية لا تعتبر محل بحث إلا إذا كان المشروع قادرا علي تأمين حجم معين من التمويل الذاتي في المستقبل .

وبما أنه لا يظهر أى تكلفة ظاهرة ، فإن التمويل الداخلي الذاتي قد يبدو مجانياً بالكامل . إن هذا المظهر يعتبر خادعاً ، لأن التمويل الداخلي يعتبر فى الحقيقة له تكلفة . وسوف نقوم بدراستها باختصار . أن التخصيص النهائى للأموال ينتج دائماً عن عملية إختيار - بغض النظر عن كونه مدركاً أو لا بين مختلف البدائل . إن القرار بقبول المشروعات أ ، ب ، ج . يتوقف على المشروعات هـ و ف - مهما كان ذلك راجعاً لترشيد رأس المال أو إلى أن هذه المشروعات تعتبر غير متناسقة أى تؤدى بالضرورة لرفض الإيرادات التي تجلبها هذه الأخيرة . إن هذا النقص فى الكسب والذي يعتبر محتملاً طالما أنه مرتبط بالإختيار ، يتعلق تماماً بمفهوم تكلفة الفرصة البديلة ، والقول الصحيح أن تكلفة الفرصة البديلة ليست إلا خاصية مقصورة على الاستثمارات التى ليس لها أى ربحية موضوعية . إنها تشكل فى بعض الأحيان معياراً للقرارات المميّزة فى هذا الخصوص لأنها تسمح بتبرير المجازفة باتخاذ القرار . وكامتداد لذلك ، فإن تكلفة الفرصة البديلة تعتبر أداة قيمة للتحليل وعلى وجه الخصوص لتقرير تخصيص الأموال الآتية من التمويل الداخلي .

إن التمويل الداخلي يعتبر أحد جوانب التمويل الخاص ، وفى هذا الخصوص فإنه يرجع إلى حقوق أصحاب المشروع ، وهؤلاء الأخيرين يجب أن يكونوا قادرين على التخصيص للأفضل : إعادة الإستثمار فى المشروع ، الإستثمار فى أعمال أخرى أو التخصيص لإستهلاكهم الشخصى . وفى الحقيقة فإن المشروعات تستثمر كل التمويل الداخلى المسموح به ضريبياً . وفى أوروبا - وفى سويسرا بشكل خاص - ، فإنهم يحتفظون بحجم من الأموال أعلى مما تأخذه الضرائب فى الإعتبار ويعتبرون ذلك شيئاً ضرورياً جداً ، وأن جزءاً كبيراً من تمويلهم الداخلى يعتبر إذن خاضعاً

للضريبة مثل الأرباح . إن هذا لا يعني هنا إنتقاد مفهوم الضرائب على الأرباح ولا رفض التعريف المرضى لمفهوم الربح . وإنما يعنى الإشارة بأن المشروع ، الذى يمول نفسه داخليا ، يعيد تخصيص أمواله بشكل مباشر والتي تتعلق بحقوق أصحاب المشروع . إن هؤلاء الآخرين لا يوافقون ولا يرضون بهذه العملية إلا إذا استطاعوا أن يخرجوا منها بريحية تكون على الأقل مساوية لتلك التى يطلبونها لإستثمار أموال حقوق الملكية فى أى عمل من الأعمال وبعبارة أخرى ، فإن التمويل الداخلى لمشروع ما يؤدى إلى تكلفة ضمنية تعتبر مساوية للعائد المطلوب بواسطة أصحاب المشروع على كل الأموال الخاصة التى يستثمرونها فى هذا المشروع .

إن هذه الفروق تعتبر بالضرورة أساسية جدا لأنها تشير بوضوح إلى أن كل تمويل داخلى يعتبر أن له تكلفة . إن نتيجة ذلك تعتبر بديهية : عند إنشاء خطة الإستثمار ، فإنه يجب الأخذ فى الإعتبار الأموال التى تم الحصول عليها بواسطة التمويل الذاتى والذي يعتبر غير مجاني . وبعبارة أخرى ، فإن المشروع يجب أن يعيد إستثمار تمويله الداخلى بشكل يجعله قادرا بشكل دقيق للحصول على إيرادات الأموال التى وضعت تحت تصرفه ، وكنتيجة لذلك ، فإن تخصيص الأموال الخاصة بالتمويل الداخلى يجب أن يتم دراستها بنفس العناية التى يتم بها دراسة الأموال التى يتم الحصول عليها عن طريق زيادة رأس المال .

ويمكن أن نلاحظ فى هذا الصدد أن الحجة التقليدية المقدمة بواسطة المشروعات الكبيرة لكى تعزز وتبرهن على عمل تمويل داخلى - بمعنى ضمان الأمان والربحية للأعمال - ويتبقى بعد ذلك حجة ليست لها قيمة كبيرة طالما أنها ليست مصحوبة بدقة وهى تتعلق بطبيعة الإستثمارات

الممولة بهذه الطريقة ، ربحيتها المأمول فيها والمخاطر التي تجلبها .

٩ - بيع حسابات القبض Factoring وتصفية بعض الأصول :

إن بيع حسابات القبض (Factoring) يمثل إحدى طرق التمويل ، وفيها تقوم الشركة ببيع حساب المدينين لديها (دون حق المشتري في الرجوع على الشركة في حالة عدم سداد بعض المدينين لإلتزاماتهم) إلى مؤسسة مالية " انبشترية " . كما أن بيع وتصفية بعض الأصول يمثل أيضا وسيلة تمويل داخلي (ذاتي) للمشروع .

إن هذين النوعين من التمويل لهما خاصية مشتركة ، ألا وهي أن المشروع يتصرف بالبيع في جزء من أصوله للحصول على الأموال . إن اللجوء إلى بيع حسابات القبض ، فإن المشروع يبيع إلى طرف آخر يسمى مشتري أوراق القبض وحسابات المدينين وهو ما يطلق عليه Le factor سواء كان ذلك كل أو بعض من مستحقاته التجارية لدى المدينين . ونلاحظ إذن أن الـ factoring يعتبر شكلا من أشكال تصفية الديون . ومع ذلك ، فسوف نرى أن بيع حسابات القبض ، على عكس الخصم التجاري تعتبر أكثر من مجرد عملية بسيطة للتمويل ، لأن مشتري حسابات القبض يزود عموما بخدمات أخرى .

إن تصفية بعض الأصول - بخلاف حسابات القبض - يعتبر وسيلة عرضية للتمويل أساسا . ولكنها يمكن أن تكشف عن أهميتها وأنها تعتبر وسيلة قيمة جدا بالنسبة للمشروع . ومن البديهي أن القرار الخاص باللجوء لمثل هذا الحل لا يمكن أن يتم إتخاذة علي نفس الأسس التي تحكم عمليات التمويل الجارية . وفي تحليل أخير ، فإننا سوف نرى أن القرار يبيع أحد الأصول يعتبر مماثلا إلى حد ما لعملية اللجوء إلى بيع حسابات القبض .

❖ تكلفة بيع حسابات القبض :

إن تكلفة بيع حسابات القبض تتكون من عنصرين أقل أو أكثر
تجانسان : عمولة بيع حسابات القبض والفوائد التي تدفع على القروض التي
يحصل عليها المشروع بسببها .

١ - عمولة بيع حسابات القبض :

إن هذه العمولة يتم التعبير عنها على أساس نسبة مئوية % من
القيمة الكلية للفواتير المقبولة . إنها تشكل المكافأة والأجر الخاصة
بالمشتري مقابل كل الخدمات التي يقوم بها ، فيما عدا الإئتمان . إن معدل
هذه العمولة يتحدد تبعاً لـ :

- حجم أعمال المشروع .

- الموقف المالي للمشروع .

- متوسط قيمة الفواتير المقبولة .

- طبيعة حسابات القبض المقبولة .

- جودة حسابات القبض المقبولة .

- درجة المخاطر الملقاة على عاتق المشتري .

- بتكاليف الخدمات المتنوعة الأخرى التي يقدمها المشتري .

إن هذا المعدل يعتبر متغيراً حسب الدول المختلفة وذلك كما يبدو من
الجدول التالي :

الولايات المتحدة	-	١.٥٪	-	١.٧٥٪
إنجلترا	-	١.٥٪	-	٢٪
فرنسا	-	٢٪	-	٣٪
بلجيكا	-	٢٪	-	٣٪
سويسرا	-	١٪	-	٢.٥٪

٢ - الفوائد على القروض والسلفيات ،

إن المشروع قد لا يستفيد بالضرورة من التمويل الذى يمكن أن يلجأ إليه من مشتري حسابات القبض . فإذا لم يستفد المشروع ، فإن الفواتير يتم دفعها ، بعد خصم العمولة ، وذلك فى اللحظة التى يقوم فيها المشتري بتحصيل قيمة هذه الفواتير فى تاريخ الإستحقاق . ولكن المشتري قد يزود المشروع بالتمويل عندما يريد المشروع أن يأخذ أموالا قبل تاريخ استحقاق حسابات القبض . وفى هذه الحالة فإنه يجب أن يتحمل فوائد بالنسبة للسلفة التى حصل عليها بهذا الشكل . إن سعر الفائدة يتعلق بشكل أكثر أو أقل بسعر الفائدة الذى يتم احتسابه بواسطة البنوك بالنسبة للإئتمان قصير الأجل .

٣ - حساب التكلفة ،

ولكى نيسط العرض ، فإتأ سوف نأخذ مثالا توضيحيا لشرح كيفية حساب التكلفة ، إتأ سوف نستخدم المفاهيم التالية :

$P =$ قيمة الفواتير الموضوعة تحت تصرف مشتري حسابات القبض.

$A =$ القيمة الإجمالية للسلفة التى تم الحصول عليها بالفعل من

المشتري (بشكل عام فإن هذه القيمة يتم التعبير عنها في العقد على شكل نسبة مئوية من قيمة الفواتير P) .

a = عمولة بيع حسابات القبض معبرا عنها في شكل نسبة مئوية من قيمة الفواتير P . وعلى تمسب كل مرة يتم المشروع فيها بتقديم الفواتير إلى مشتري حسابات القبض .

i = معدل الفائدة الشهري الذي يتم احتسابه على السلفيات الموافق عليها من جانب المشتري .

n = فترة السلفة أو القرض (محسوبة بالشهور) .

ولنفترض أن مشروع ما قد وضع تحت تصرف مشتري حسابات القبض فاتورة بمبلغ ٤٠٠٠ جنيه (P) تستحق الدفع خلال ٦٠ يوم إلى مشتري حسابات القبض يقوم باحتساب عمولة قدرها ١.٤٪ (a) كما أنه يوافق على سلفة فورية بنسبة ٨٠٪ من قيمة الفاتورة (A) ، كما أنه يقوم باحتساب سعر الفائدة شهري ٠.٦٪ (i) . إن التكلفة السنوية الكلية لعملية بيع حسابات القبض (C) تصل إذن إلى :

$$C = \frac{aP + iAn}{A - (aP + iAn)} \times \frac{12}{n}$$

$$= \frac{12}{2} \times \frac{38.4 + 60}{(38.4 + 60) - 3200} = \text{التكلفة } C$$

$$\frac{98.4}{\%19} = 6 \times \frac{100}{19} = 310.6$$

إن الشركات المتخصصة تعتبر أن عملية بيع حسابات القبض هي أكثر من وسيلة بسيطة من وسائل التمويل . والرغم من ذلك ، فإنه يجب أن تعرف أن المشروعات التي تلجأ إلى هذه الوسيلة تبحث في الغالب الأعم عن هذه الطريقة بسبب صعوبات في النقدية لديها .

وفي حالة ما إذا كان المشروع ليس لديه إختيار حقيقى بين بيع حسابات القبض والبدائل الأخرى للتمويل ، فإن هذا الأسلوب فى التمويل يعتبر مقبدا لأنه هو الحل الموجود ، حتى لو كانت تكلفة الأموال التى تم الحصول عليها بهذه الكيفية تعتبر مرتفعة . ومن جهة أخرى ، فإذا كان المشروع يستطيع أن يواجه حلولا أخرى ، فإن القرار باللجوء إلى هذا النوع من التمويل - أو عدمه - يجب أن ينتج عن المقارنة بين القيمة الكلية للعمليات السنوية المرتفعة التى يحصل عليها مشتري حسابات القبض بالنسبة للخدمات التى يقدمها ، هذا من جانب ومن جانب آخر الوفورات التى يمكن أن يحققها المشروع بالثقة فى عمليات مشتري حسابات القبض التى كان قد نفذها قبل ذلك وكذلك الأرباح التى يمكن أن يحققها من الخدمات الإضافية .

إنه يمكن إعطاء سببين لتبرير هذا التوضيح للتحليل :

- أن تكلفة التمويل التى تم الحصول عليه عن طريق بيع حسابات القبض يعتبر إلى حد طفيف هو نفسه الذى يمكن الحصول عليه بواسطة الوسائل التقليدية .

- أن اللجوء إلى بيع حسابات القبض يجب أن يتم إعتباره كما لو أنه إعادة استثمار في المنشأة ، إنه يجب إذن أن يتم تحليله بمثل هذه الطريقة .

١٠ - بيع وتصفية بعض الأصول :

تعتبر عملية بيع وتصفية بعض الأصول وسيلة من وسائل التمويل التي يتدر اللجوء إليها . ومع ذلك فإنه من الضروري أن تكون أصول معظم المشروعات متوفرة لإمكانات التمويل التي لا يمكن تجاهلها إن أحد أهداف الإدارة المالية يجب أن يتضمن تدنية حجم الوسائل الموضوعة تحت التصرف للحصول على نتائج نهائية ، ومن وجهة النظر هذه فإن المشروع يجب أن يهدف بقدر الإمكان الأصول الوهمية .

إن المشروع سوف يحسن من سيولته وريحيته ببيع المعدات التي تصبح عديمة الفائدة .

إنه من البديهي إذا كان المشروع في حاجة هامة للتمويل ، فإن مثل تلك العمليات تعتبر غير كافية . إن المشروع يستطيع ، في هذه الحالة أن يقوم ببيع بعض المعدات الأقل إستخداما ، وتصفية بعض المتقولات أو الأوراق المالية التي يحوذته . ومع ذلك ، فإن التقارير من هذه الطبيعة تحيط إلى حد كبير إظهار الإدارة المالية الحالية وتظهر السياسة العامة للمشروع .

وعلى سبيل المثال فإن بيع بعض المعدات الغير مستغلة أو الأقل إستغلالا بواسطة المشروع ، ومع ذلك قد تكون مستخدمة ولكنها تخلق مشاكل حرجة ، إن تعديل مساحة الآلات يمكن في الحقيقة أن يخول المنظمة من الإنتاج وبيع كل المبيعات . فإذا كانت هذه التحولات هامة فإنها قد

تؤدي إلى إعادة توجيه أساس لأنشطة المشروع . وعلى العكس ، فإن تغييراً عميقاً في السياسة العامة للمشروع يجب أن يحفز على الأخذ في الاعتبار بالمبيعات المؤكدة للمعدات والورش ، وحتى التقسيم بأكمله ، وذلك كطريقة لتمويل البرنامج الخاص بالسياسة الجديدة .

إن بيع عمارة أو قطعة أرض يعتبر كذلك مسألة دقيقة جداً . ومثل كل عمليات تصفية المعدات ، فإنها تعتبر عملية دقيقة وغير قابلة للرجوع فيها ، ومع ذلك ، وبالعكس بيع الآلات ، فإنها يمكن أن تعدل بشكل عميق القاعدة والأساس المالي للمشروع في حالة ما إذا كانت هذه الأموال التي تم الحصول عليها تستعمل في تمويل التوسع في الجهاز الإنتاجي . وفي الحدود التي يمكن إعتبار الأصول فيها كمحفظة ، فإن مثل هذه العملية تؤثر على المخاطر المتعلقة بمجموع الأصول .

إنه من الممكن أن نفكر في تكلفة التمويل التي تم الحصول عليه عن طريق تصفية بعض الأصول في أنه مكون من خسائر في رأس المال أو على العكس الضرائب على القيم المضافة عن طريق كل المصروفات المرتبطة بالبيع . وفي الحقيقة ، فإن تكلفة التمويل تعتبر جوهرية إلى حد كبير طالما أنها تعنى في الواقع تكلفة الفرصة البديلة . ولكي يتم الإحاطة بها وحصرها ، فإنه يجب الإجابة على السؤال التالي : هل تعتبر الأنشطة الجديدة التي سوف تصبح ممكنة عن طريق بيع وتصفية بعض الأصول أكثر تفصيلاً - من وجهة نظر المخاطر والربحية على سبيل المثال - عن الأنشطة المتحققة عن طريق الأصول الحالية ؟ ولنذكر أن " الأنشطة المتحققة بالأصول الحالية " متضمنة في تقويم المكاسب الرأسمالية التي يمكن تسجيلها إذا ما كان البيع قد تم تنفيذه في وقت متأخر .

الفصل التاسع

أساليب ومصادر التمويل الخارجى

١ - مقدمة :

من الطبيعى أن يجد المشروع مصادر متعددة يمكن أن يلجأ إليها للحصول على إحتياجاته من الأموال ، فهناك على سبيل المثال مصادر وأساليب التمويل الداخلى وقد تم مناقشتها في الفصل السابق مباشرة .

وبالرغم من أن المشروع يستطيع أن يستمر فى أعماله بالإعتماد على التمويل الداخلى (الذاتى) فقط وأن تكون هذه المصادر سببا فى نمو وإزدهار وتحقق نجاح المشروع ، إلا أنه من الملاحظ أن معظم المشروعات تجد بالرغم من ذلك أنه من المرغوب فيه أن يتم الحصول على الأموال من مصادر خارجية (إئتمان تجارى ، إئتمان مصرفى ، إقتراض عن طريق السندات أو من البنوك المتخصصة ، أو زيادة رأس المال عن طريق الأسهم أو البحث عن شركاء جدد إلخ) ، وذلك لمواجهة أعمال المشروع وإحتياجاته من الأموال .

أن المشكلة التي قد تواجه المشروع فى حالة إعتماده على التمويل الخارجى تتمثل فى أن إدارة المشروع تجد أمامها العديد من بدائل وأشكال مصادر وأساليب التمويل الخارجى ، وفي هذه الحالة يكون على متخذ القرار أن يعرف مزايا وعيوب كل مصدر من هذه المصادر ثم يبدأ في الإختيار من بينها وذلك فى ضوء تكلفة كل مصدر ، وطبيعة النشاط ، والإلتزامات التي سوف تترتب على إختيار كل مصدر وغير ذلك من الأمور

التي يجب أخذها في الاعتبار عند المقارنة بين هذه المصادر ، ويكون الهدف من ذلك هو الوصول إلى إتخاذ القرا الأمثل بشأن اختيار أفضل مصدر من مصادر التمويل الخارجي وذلك بأقل تكلفة ممكنة وبما يتناسب مع أهداف المنشأة من ناحية السيولة والمقدرة على سداد الإلتزامات في مواعييدها المحددة وبما يتناسب أيضا مع معدلات الربحية الخاصة بالمشروع .

وعلى هذا فإن هذا الفصل يهدف إلى دراسة الأشكال الرئيسية المختلفة من مصادر التمويل الخارجي سواء كانت قصيرة الأجل أو طويلة الأجل ، مع التركيز على كيفية حساب تكلفة كل شكل من أشكال هذه المصادر وخصائصها وآثارها على نمو المشروع وأعماله وربحيته .

كما يهدف هذا الفصل أيضا إلى عمل جزء تطبيقي يتم فيه إيضاح العلاقة بين التمويل الخارجي والتمويل الداخلي ، وأثر ذلك على ربحية أصحاب المشروع والمخاطر المالية التي قد تواجهه .

وعموما يمكن القول بأن الإعتماد على مصادر التمويل الخارجي لا يجب أن يخفف من ربحية أصحاب المشروع ، ولكنه يجب أن يؤدي إلى زيادتها . أي أن المتاجرة على رأس المال " Trading on equity " يجب أن تكون في صالح أصحاب المشروع وهو ما سوف نتناوله بالدراسة والتحليل في نهاية هذا الفصل .

٢ - المقصود بمصادر التمويل الخارجية :

تنقسم مصادر التمويل الخارجية إلى نوعين أساسيين هما :

أولا - مصادر التمويل الخارجية قصيرة الأجل وهي عبارة عن :

١ - الإئتمان التجاري وهو إئتمان الموردين .

٢ - القروض قصيرة الأجل من البنوك التجارية التي لا تزيد فترة استحقاقها عن سنة ويعتبر التمويل قصير الأجل الطريقة المناسبة لتمويل احتياجات المشروع المؤقتة . إن هذا النوع من التمويل يلعب دورا هاما في مجال الأعمال وهو يعتبر على درجة كبيرة من الأهمية بالنسبة للمشروعات التي تقوم بسد جزء من احتياجاتها للأموال باستخدام التمويل الخارجي قصير الأجل مهما كان حجم هذه المشروعات وأيا كانت طبيعة نشاطها .

ثانيا - مصادر تمويل خارجية متوسطة وطويلة الأجل :

وتستخدم هذه المصادر لتمويل هيكل الأصول الثابتة وهيكل رأس المال العامل الدائم . وهي تنقسم إلى :

- ١ - زيادة رأس المال عن طريق الأسهم التي تطرح ببورصات الأوراق المالية . (أموال حقوق ملكية وتضم الأسهم بأنواعها المختلفة) .
- ٢ - السندات التي يطرحها المشروع في بورصات الأوراق المالية (أموال مقترضة) .

٣ - القروض متوسطة الأجل وطويلة الأجل التي يحصل عليها المشروع من البنوك المتخصصة (بنوك زراعية ، صناعية ، عقارية) .

الجزء الأول - مصادر التمويل الخارجية قصيرة الأجل

١ - الإئتمان التجاري (إئتمان الموردين) :

إن الإئتمان التجاري يعتبر مصدر تمويل تلقائي أو طبيعي - Sponta neous " بمعنى أنه ينتج وينشأ من العمليات التجارية العادية للشركة . فإذا كانت الشركة تشتري بمعدل ٢٠٠٠ جنيه في اليوم بشرط إئتمان " صافي ٣٠ " فإنها ستكون مدينة إلى مورديها بمعدل (٢٠٠٠ × ٣٠ =

٦٠٠٠٠ جنيه شهريا) . وبذلك تكون الشركة قد حصلت على تمويل تلقائي يبلغ ٦٠٠٠٠ جنيه . وكذلك ، إذا مدت الشركة شروط الإئتمان من ٣٠ يوم إلى ٤٠ يوم فإن حساب الدائنين أو ما يسمى فى الميزانية بحسابات الدفع سوف تزيد من ٦٠٠٠٠ جنيه إلى ٨٠٠٠٠ جنيه (٢٠٠٠ × ٤٠) . وهكذا فإن تحديد فترة الإئتمان وزيادة المشتريات يؤديان إلى تمويل إضافي .

وعلى ذلك يعرف الإئتمان التجارى بأنه الإئتمان قصير الأجل الذي يمنحه المورد (الدائن) إلى عميله المشتري (المدين) بسبب بيع بضاعة أو خدمة بالأجل وذلك طبقا للشروط التى يتفقون عليها ويمكن القول بأن الإئتمان التجارى أكبر مصادر التمويل الخارجى قصيرة الأجل حيث أنه قد يصل إلى أكثر من ٤٠٪ من قيمة الإلتزامات بالنسبة لمنشآت الأعمال نظرا لسهولة الحصول عليه بعكس مصادر التمويل الخارجى الأخرى .

إن أشكال الإئتمان التجارى تشمل فى حسابات جارية مفتوحة بين المورد والمعمّل أى البائع والمشتري أو قد يكون على شكل كمبيالات تجارية مسحوبة من البائع على المشتري ومقبولة الدفع من المشتري فى تواريخ استحقاق لاحقة لتواريخ الشراء أو قد تكون على شكل سندات إذنية من المشتري إلى البائع يتعهد فيها الأول بدفع قيمة ما إشتراه من بضائع إلى البائع فى تاريخ لاحق لتاريخ الشراء .

◆ شروط الإئتمان التجارى ◆

تحدد شروط الإئتمان التجارى بفترة الجراء المشتري بالدفع وكذلك نسبة الخصم الممنوح مقابل تعديل الدفع قبل تاريخ الاستحقاق . وتتوقف مدة أو طول فترة الإئتمان على العوامل الرئيسية التالية :

- الطبيعة الاقتصادية للسلعة :

تختلف الطبيعة الاقتصادية للسلعة من حيث سرعة بيعها . وتباع بعض السلع خلال فترة قصيرة نسبيا كالحضر والفواكه الطازجة . ولذلك فإن فترة الإئتمان التي تمنحها الشركات الموردة لهذه السلع تكون قصيرة نسبيا (من ٥ إلى ١٠ أيام) ، وأما السلع المعمرة فإن معدل دوران بيعها للتجزئة يكون بطيئا ، لذلك فإن البائعين ، يمنحون الشركات المشترية التي تباع بالتجزئة فترة إئتمان طويلة نسبيا قد تصل إلى ٦ شهور أو أكثر .

- ظروف البيع :

تتوقف مدة فترة الإئتمان الممنوحة على ظروف البائع أيضا ، والبائع ذو الوضع المالى الضعيف يطلب من المشترين الدفع نقدا ، أو يمنحهم شروط إئتمان قصيرة الأجل . فمثلا ، يبيع المزارعون محصولاتهم الزراعية على أساس نقدي . وكذلك يمكن أن تمنح الشركة فترات إئتمان مختلفة أو متنوعة لترويج مبيعاتها . وبالرغم من أن استخدام الإئتمان كوسيلة لتشجيع المبيعات يعرض الإدارة الائتمانية للسلعة والمستفزة للخطر ، إلا أنه يحدث عمليا ، وخاصة عندما تكون لدى الصناعة التي تنتمى إليها الشركة البائعة مقدرة إنتاجية فائضة .

- ظروف المشتري :

بوجه عام . نجد أن الشركات القوية ماليا والتي تباع بالتجزئة من طريق منح الإئتمان لعملائها ، تستطيع بدورها الحصول على فترة إئتمانية طويلة نسبيا من الشركات التي تزودها بالبضاعة . وكذلك ، فإن الشركات التي تباع بالتجزئة أنواعا متعددة من البضائع والمعروفة بأنها محاطة بمخاطرة عالية (كالملابس والأحذية) تحصل من مورديها على فترة

إئتمانية طويلة . ولكن في الوقت نفسه يعطى الموردون لهذه الشركات خصومات نقدية عالية لتشجيعها على التسديد المبكر .

- الخصم النقدي Cash Discount -

الخصم النقدي هو تخفيض في سعر المبيعات إذا تم الدفع خلال فترة معينة . إن تكاليف عدم الاستفادة من الخصومات النقدية تزيد - عادة - علي تكاليف (معدل الفائدة) القرض الذي يستطيع المشتري أن يحصل عليه لدفع قيمة البضاعة نقدا . لذلك ، فإنه من المهم على الشركة أن تكون حذرة في استخدام الإئتمان التجاري كمصدر للتمويل لأنه يمكن أن يكون باهظ التكاليف ، كما يتضح من المثال التالي : إذا اقترضت الشركة من البنك واستفادت من الخصم فإن فترة بقاء حساب الدائنين في دفاترها ستتخفض . ولذا فإن الفترة الحقيقية للإئتمان تتأثر بحجم الخصومات الممنوحة . ومن الناحية العملية ، تعبر شروط الإئتمان عن مقدار الخصم النقدي الممنوح وتاريخ إنقضائه وكذلك تاريخ إستحقاق الدفع النهائي .

❖ تكلفة الإئتمان التجاري

من الأهمية بمكان أن تتعرف الشركة على تكلفة الإئتمان التجاري الذي ستحصل عليه أو حصلت عليه ، وتقاس تكلفة الإئتمان التجاري بقيمة الخصم النقدي الممنوح للمشتري .

فعلنى سبيل المثال ، إذا كان شرط الإئتمان هو : (١٠ / ٢) صافي

(٣) .

فهذا معناه أنه إذا تم الدفع خلال ١٠ أيام من تاريخ فاتورة البيع ، فسوف يمنح المشتري خصم نقدي بمقدار ٢٪ من إجمالي قيمة البضاعة ، أما

إذا لم يستفد المشتري من الخصم ولم يسدد خلال ١٠ أيام فيصبح لزاما عليه في هذه الحالة أن يسدد إجمالي قيمة البضاعة خلال ٣٠ يوما من تاريخ الفاتورة .

إن تكلفة عدم الاستفادة من الخصم قد تكون عالية جدا ، ويمكن حسابها عن طريق المعادلة التالية :

$$\text{التكلفة} = \frac{\text{نسبة الخصم} \times \text{عدد أيام السنة } ٣٦٠ \text{ يوم}}{\text{١ - نسبة الخصم} \times (\text{فترة الإستحقاق النهائي} - \text{فترة الاستفادة من الخصم})}$$

وعلي ذلك ويتطبيق المعادلة ، فتصبح تكلفة عدم الاستفادة من الخصم للشرط (١٠ / ٢ صافي ٣٠) هي :

$$\text{التكلفة} = \frac{\frac{٢}{١٠٠} \times ٣٦٠ \text{ يوم}}{\frac{٢}{١٠٠} - ١} = ٣٦,٧٣\%$$

وهذه التكلفة مرتفعة جدا ، بل إنها قد تفوق بكثير جدا تكلفة الإئتمان المصرفي .

وفيما يلي بعض شروط الإئتمان والتكلفة المقابلة لها لعدم الاستفادة من الخصم :

شروط الإئتمان	تكلفة الإئتمان نتيجة لعدم الإستفادة من الخصم
---------------	---

١٠/١ ، صافي ٢٠	٪٣٦،٣٦
١٠/١ ، صافي ٣٠	٪١٨،١٨
١٠/٢ ، صافي ٢٠	٪٧٣،٤٧
١٠/٢ ، صافي ٣٠	٪٣٦،٧٣

❖ مزايا الإئتمان التجاري بوصفه مصدرا للتمويل الخارجي
قصيرا لأجل :

بالرغم من إرتفاع تكلفة الإئتمان التجاري والتي من الممكن أن تفوق
تكلفة الإئتمان المصرفي ، إلا أن هناك عدة مميزات لهذا الإئتمان تتمثل في
الآتي :

١ - سهولة الحصول عليه ، حيث أنه لا يتطلب إلا اتفاق بين البائع
والمشتري على شرائه ، حيث يمنحه البائع للمشتري بمجرد طلب المشتري له ؛
وعادة يكون هناك معرفة بينهما .

٢ - قد يكون هو المصدر الوحيد للتمويل المتاح للمشروع حيث أنه
في بعض الأحيان قد لا يسمح المركز المالي للمشروع بالاقتراض من
المؤسسات المالية المختلفة .

٣ - قد يكون أقل تكلفة من المصادر الأخرى للتمويل في حالة
مقدرة المشتري على الإلتزام والسداد في خلال المدة الممنوحة للخصم .

٤ - المرونة في إستخدامه عندما تكون هناك حاجة إليه .

٢ - الإئتمان المصرفي :

وهو عبارة عن الأموال المقترضة من البنوك التجارية والتي لا تزيد فترة إستحقاقها عن سنة . ويعتبر الإئتمان المصرفي من أهم مصادر التمويل الخارجى قصير الأجل لمنشآت الأعمال بعد الإئتمان التجارى وذلك لتمويل عمليات إستخدام الأموال في الأصول المتداولة بالمشروع . وتعد البنوك التجارية من أهم المصادر التى تقوم بمنح الإئتمان قصير الأجل (لا تزيد فترة الإستحقاق عن سنة) .

ويعتبر الإقراض أو منح الإئتمان وظيفة أساسية للبنوك التجارية ، ففى حين نجد أن البنوك التجارية تقوم بعدد كبير من الأنشطة المالية وتقديم خدمات مصرفية على نطاق واسع إلى عملائها ، فإن الإقراض المباشر يظل هو الوظيفة الأصلية التى تقدمها والتى تميزها عن كثير من المؤسسات المالية الأخرى .

كذلك نلاحظ أن إقراض العملاء ليس فقط هو الوظيفة الأساسية التى تقوم بها البنوك التجارية ولكنه هو الذى يدر الإيرادات الأكبر بالمقارنة بسائر أعمالها الأخرى ، وإن كانت هوامش الربح من عمليات الإئتمان قبل إلى التناقص كظاهرة عامة بسبب تضائل الفروق بين أسعار الفائدة على الودائع ، وأسعار الفائدة على القروض .

إن منشآت الأعمال تلجأ إلى الإئتمان المصرفي لتمويل عمليات الشراء والتخزين والبيع وتكوين الإحتياطيات النقدية والإستثمارات كما أن البنوك التجارية تفضل توظيف أموالها في القروض التجارية ذات الطابع الموسمى أو الطابع قصير الأجل حيث تسدد هذه القروض تلقائيا مع نهاية

دورة النشاط (دورة راس المال العامل) وهذا يضمن للبنوك سرعة إسترداد قروضها مما يؤدي إلى زيادة الربح وتأمين السيولة من وراء منح هذه القروض .

وتقوم البنوك التجارية بمنح القروض والسلفيات إلى مشروعات الأعمال إستنادا إلى : سلامة المركز المالى للمقترضين ، والغرض من القرض ، والضمانات التي تكفل تحصيل هذه القروض فى مواعيدها . كما تقوم البنوك التجارية بفحص الأغراض التي تمنح القروض من أجلها بهدف تحديد درجة المخاطرة التي يمكن أن يتعرض لها إسترداد القروض الممنوحة فلا بد أن يتأكد البنك من مقدرة العميل وكفاءته ، وحسن سمعته ورشده الإقتصادي ، ومعدل ربحية المشروع المقترض ، بل إن البنوك تقوم أيضا بمتابعة إستخدام القرض بعد منحه للتأكد من سلامة إستخدامه فى الأغراض المخصص لها .

♦ أنواع القروض المصرفية بحسب الضمانات المقدمة من متشآت الأعمال :

يظهر المركز المالى للبنوك التجارية المصرية قروض وسلفيات هذه البنوك موزعة حسب الضمانات التالية :

- قروض وسلفيات بضمان قطن .
- قروض وسلفيات بضمان محاصيل زراعية .
- قروض وسلفيات بضمان أوراق مالية .
- قروض وسلفيات بضمان بضائع .
- قروض وسلفيات بضمان كمبيالات .

- قروض وسلفيات مقابل تنازلات عن ديون أو عقود .

- قروض وسلفيات بضمانات عينية متنوعة .

- قروض وسلفيات بضمان شخصى .

- قروض وسلفيات بدون ضمان .

هذا بالإضافة إلى الأوراق التجارية المضمومة

وبالنسبة للقروض والسلفيات بضمان شخصى أو بدون ضمان فإنها ليست فعلا كذلك ولكن الضمان هنا هو المركز المالى للعميل ، ومدى رصيمته وقدرته على الوفاء بالتزاماته فى مواعيدها ، كما قد لا يعنى أن القروض مقابل الضمانات المختلفة أن هذه الضمانات تعتبر هي كل شيء بالنسبة للبنك بل هي مجرد ضمانات إضافية إذ أن الضمان الحقيقى دائما هو سلامة المركز المالى للعميل .. فقد تكون ضمانات القروض من نوع الأصول التخصصية جدا والتي قد لا تكفى قيمتها السوقية فى الوفاء بالتزامات العميل نحو البنك في مواعيدها عند الإستحقاق .

❖ تفسير القروض التي تمنحها البنوك التجارية إلى عملائها:

بالنسبة لأسعار الفوائد والعمولات على قروض البنوك التجارية لمنشآت الأعمال نجد أنها تتحدد إما حسب ظروف العرض والطلب فى الأسواق المالية والنقدية كما هو الحال فى الإقتصاديات الحرة فى الدول الصناعية الكبرى وكما هو الحال فى مصر التي أخذت بمبدأ التحرر الإقتصادي منذ فترة ليست بالقصيرة وإما تتحدد هذه الأسعار تحكيميا عن طريق البنوك المركزية كما يحدث فى الكثير من الدول الأخرى .

وبين الشكل التوضيحي التالى وصفا للإصطلاحات المستخدمة فى

تسعير قروض البنوك التجارية . ويعتمد العائد على القروض لمنشآت الأعمال ليس فقط على معدلات الفائدة المحسوبة على الأموال المقترضة ، ولكن أيضا على الرسوم والأتعاب التي يقوم البنك بحسابها طبقا لشروط محددة .

إن معدل الفائدة الذي يحتسب على القروض يمكن أن يكون ثابتا أو متغيرا أى على أساس أسعار فائدة معومة " Floating Rates " .

وفيما يلي الشكل التوضيحي الذي يبين إصطلاحات التسعير الأساسية المستخدمة في البنوك التجارية لتسعير القروض الممنوحة لمنشآت الأعمال :

شكل توضيحي يبين اصطلاحات التسميات الرئيسية
المستخدمة في البنوك التجارية لتسهيرو القروض

الإصطلاح	التعريف
معدل ثابت Fixed Rate	يكتب القرض على أساس معدل ثابت لسعر الفائدة والذي يتم التفاوض عليه في البداية . ويظل المعدل ثابتا حتى نهاية فترة الإستحقاق .
معدل متغير Variable Rate	يكتب القرض على أساس معدل متغير لسعر الفائدة ، ويختلف المعدل تبعا للسعر الأساسي .
السعر الأساسي base-Rate	هو - سعر الفائدة الذي يحتسب بالنسبة لأفضل نوعية من العملاء التجاريين .
المعز الزائد Prime - plus	السعر الأساسي زائد نسبة ثابتة . ويتغير السعر بنسبة ثابتة فوق السعر الأساسي .
السعر مضروب في المضاعف Prime - times	السعر الأساسي مضروب في مضاعف ثابت . وفي ظل التسعير على أساس السعر متعدد الأجزاء ، فإن السعر يزيد (أو يقل) تبعا للمضاعف . فعندما ترتفع الأسعار ، فإن سعر الفائدة يزيد بنسبة أكبر من " السع زائد " .
السعر الأساسي الآخر Other base-rate	وهو يشابه السعر الأساسي فيما عدا أن الأساس مختلف . والأمثلة على ذلك الأرقام القياسية الإقليمية ، أو أسعار الفائدة في الأسواق الأخرى مثل أسعار الفائدة على شهادات الإيداع CD .
السعر على أساس حد أقصى وحد أدنى (القبة والفاق) Caps and floor	بالنسبة للقروض الممتدة على أساس أسعار فائدة متغيرة ، توضع حدود على المدي الذي يمكن أن يتغير فيه سعر الفائدة . والقيمة Cap تعني الحد الأقصى للسعر ، والفاق Floor يعني الحد الأدنى للسعر .
عمولات الإلتزام (التعهدات بالحدود القصوى المصريح بها للقرض) Commitment fees	يتم حسابها على الجزء المستخدم وغير المستخدم من خط الإئتمان المصروح به ، وهذه الرسوم تعتبر تعويضا للبنك على موافقته وتعهده بجعل هذه الأموال متاحة للعميل .
الأرصدة المعوضة Compensating balances	أرصدة الودائع التي قد يشترطها المقرض بأن يحتفظ بها خلال فترة القرض . ويتم حساب هذه الأرصدة على أساس متوسطاتها المحتفظ بها بأكثر ما هي حد أدنى لا يجب تجاوزه .

♦ تكلفة الإئتمان المصرفي :

يعتمد معدل الفائدة علي العديد من العوامل التي من بينها نستطيع أن نذكر : طبيعة الإئتمان ، مدة القرض ، الضمانات المقدمة ، الموقف العام للمشروع ، الظروف الإقتصادية ، السياسة العامة للدولة ، إلخ .

إن اللجوء إلى الإئتمان المصرفي بصفة خاصة لا يعتمد فقط على التكلفة . ولكن يتبقى علي الأقل أن يعرف المشروع تكلفة جميع مصادر الأموال ، والتي لا يمكن أن تكون مساوية أبدا لسعر الفائدة الظاهري . وفي الحقيقة ، فإنه من المهم :

- أولا ، الأخذ في الاعتبار كل المصروفات (الفوائد ، الأتعاب ، العمولات) المرتبطة بفتح وإستخدام إئتمان محدد .

- وثانيا ، مقارنة نفقات الإئتمان الذي تم الحصول عليه بالفعل .

وإننا سوف نقوم بتوضيح المشاكل التي تنشأ في هذا الخصوص وذلك بمساعدة الأمثلة الأربعة التالية :

مثال رقم (١) :

نفترض أن هناك قرضا قيمته ١٥٠٠٠ جنيه لمدة عام . فإذا كان المشروع يجب أن يدفع ١٥٩٠٠ جنيه في نهاية السنة ، (رأس المال ، الفوائد والعمولات) ، فإن التكلفة الفعلية للإئتمان سوف تكون :

$$١٥٩٠٠ - ١٥٠٠٠$$

$$ت = \frac{\quad}{\quad} = ٦\%$$

$$١٥٠٠٠$$

مثال رقم (٢) :

لنأخذ المثال السابق ، ولنفتراض أنه يجب طبقا للعرف المصرفي أن
نقسم الفوائد والعمولات من القيمة المبدئية للقرض أن المشروع سوف
يحصل غنى بداية العام إذن علي ١٥٠٠٠ - ٩٠٠ جنيه = ١٤١٠٠ جنيه.

إن معدل الفائدة الحقيقي سوف يصل إلى :

$$\frac{900}{14100} = 6.4\%$$

مثال رقم (٣) :

لنأخذ مرة أخرى المثال الأول ، ولنفتراض أن المشروع يجب أن يدفع
١٥٩٠٠ جنيه علي ١٢ دفعة متساوية قدرها ١٣٢٥ جنيه لكل دفعة .
في مثل هذه الحالة ، فإن المشروع يستفيد من إئتمان قيمته :

١٥٠٠ جنيه بالنسبة لشهر يناير

١٣٦٧٥ جنيه بالنسبة لشهر فبراير

٤٢٥ جنيه بالنسبة لشهر ديسمبر

وفي الحقيقة ، فإن المشروع قد إستفاد من إئتمان متوسطه حوالي ٧٧٠٠ جنيه ، إن التكلفة الحقيقية لهذا القرض سوف ترتفع إلى

$$\frac{900}{7700} = 11.7\%$$

مثال رقم (٤) :

لو أخذنا المثال السابق ولنفترض أن المشروع تسلم فعلا قيمة القرض بعد خصم الفوائد وهو مبلغ ١٤١٠٠ جنيه فى بداية السنة وأن المشروع قد إلتزم بدفع ١٢ قسط شهري قدر كل منها ١٢٥٠ جنيه إن متوسط الإئتمان الذى حصل عليه المشروع سوف يصل إلي حوالي ٧٢٠٠ جنيه . ان التكلفة الحقيقية لهذا القرض سوف تكون مساوية لـ :

$$\frac{900}{7200} = 12.5\%$$

ويوجد هناك صيغة عامة تسمح بحساب مباشر للقيمة المتوسطة للإئتمان وحساب التكلفة الفعلية للقرض . إنها تعتبر مفيدة جدا عندما يكون القرض قابلا للدفع على أقساط شهرية ، ربع سنوية أو نصف سنوية أو على أساس عدة سنوات .

ان التكلفة الفعلية للقرض تعتبر إذن قابلة للحساب على أساس الصيغة التالية :

$$C = \frac{D}{np - Mn(n-1)/2} \times \frac{12}{m}$$

حيث أن :

$C =$ التكلفة الفعلية على شكل $\%$ سنويا .

$D =$ القيمة الكلية للفوائد ، الأتعاب ، والعمولات (بالجنه) .

$P =$ قيمة القرض التي تم الحصول عليها فعلا .

$M =$ القيمة التي يجب سدادها كل مرة .

$n =$ العدد الكلى للدفعات المسددة .

$m =$ عدد الشهور التي تفصل بين كل دفعتين .

ويتطبيق هذه الصيغة على الأمثلة رقم ٣ ، ٤ الموضحة فيما سبق ،

فسوف نحصل على :

المثال ٣ :

$$\%11.7 = \frac{12}{1} \times \frac{900}{2 / (11 \times 12 \times 1320) - 1600 \times 12} = \text{التكلفة}$$

وفي المثال رقم ٤ :

$$\%12.0 = \frac{12}{1} \times \frac{900}{2 / (11 \times 12 \times 1200) - 1410 \times 12} = \text{التكلفة}$$

الجزء الثانى - مصادر التمويل الخارجية متوسطة وطويلة الأجل

وهى تنقسم إلى :

١ - زيادة رأس المال عن طريق الأسهم التى تطرح ببورصات الأوراق المالية . (أموال حقوق ملكية وتضم الأسهم بأنواعها المختلفة) .

٢ - السندات التى يطرحها المشروع فى بورصات الأوراق المالية (أموال مقرضة) .

٣ - القروض متوسطة الأجل وطويلة الأجل التى يحصل عليها المشروع من البنوك المتخصصة ، وهو ما يسمى بالإقراض المباشر .

أولاً ، التمويل الخارجى طويل الأجل عن طريق زيادة رأس المال بإصدار المشروع لأسهم ذات نوعيات مختلفة يتم طرحها ببورصات الأوراق المالية ويتم الاكتتاب فيها عن طريق المستثمرين - (أموال حقوق ملكية وتضم الأسهم بأنواعها المختلفة) .

بالنسبة لمشروع ما ، فإن زيادة رأس المال تتضمن عملية إصدار أسهم جديدة لعرضها للاكتتاب العام - أو بمعنى آخر محاولة بيعها - إلى المساهمين الحاليين أو إلى آخرين . إن نجاح مثل هذه العملية - أو بمعنى آخر الاكتتاب التام فى كل الأوراق المقدمة - يعتمد بشكل دقيق على عوامل متعددة مثل :

- النتائج المالية التى تحققت فى الماضى بواسطة المشروع ،

- المركز الحالى للمشروع والإمكانات والآفاق المستقبلية المفتوحة

أمامه ،

- الشروط والظروف التي تم عرض الأسهم على أساسها للإكتتاب العام ،

- حالة السوق المالي ،

- المقدرة المالية للمساهمين ،

- المنافسة المحتملة للإصدارات الأخرى ، إلخ .

وفي لحظة الإصدار ، فإن هذه العوامل قد تقلت تقريبا من رقابة المشروع باستثناء شروط الإصدار ، التي يجب أن تكون محور موضوع القرار . إن هذا القرار يجب أن يأخذ في الاعتبار كل العوامل التي يمكن أن تؤثر على نجاح العملية ، ويمكن تخيل الصعوبات التي تواجه ذلك بسهولة . ولكي يتم فصل الأثر الذي به تقارن شروط الإصدار بضغطها على العملية بأكملها ، فإننا سوف نفترض أن كل العوامل الأخرى سوف تبقى ثابتة على ما هي عليه .

إن الأكثر أهمية من شروط الإصدار وبطريقة لا تقبل المناقشة هو السعر الذي سوف يتم به عرض الإكتتاب : وهو ما يسمى " سعر الإصدار " أو " سعر الإكتتاب " . ولأسباب قانونية ، فإن سعر الإصدار هذا لا يجب أن يقل عن القيمة الاسمية للسهم . ولأسباب مالية يديهية ، فإنه يجب ألا يتم تحديده بأعلى من أسعاره في البورصة : إن الأسهم الجديدة سوف لا تجد إذن أى مشترى لها .

إن المشروع يجب عليه إذن أن يحدد سعر الإصدار بين هذين الطرفين - القيمة الاسمية للسهم ، وسعر السهم في البورصة - وهذا يؤدي إلى

إحترام العديد من القيود :

- عدم الإضرار بالمساهمين الحاليين .

- تخفيض تكلفة العملية .

- الحماية من التخفيضات المحتملة لأسعار الأسهم بالبورصة والتي يمكن أن تصبح أقل من سعر الاكتتاب .

وسوف نتفهم ذلك الأمر عندما نقوم بتحليل كل من :

- التكاليف الظاهرية لعملية زيادة رأس المال .

- التكاليف الضمنية لعملية زيادة رأس المال .

♦ التكاليف الظاهرية لعملية زيادة رأس المال :

تتكون التكاليف الظاهرية لزيادة رأس المال عن طريق الأسهم من كل المصروفات التي يجب أن يوافق عليها المشروع للحصول على التمويل الذي يريده وهي تشمل : أتعاب الإصدار ، الضرائب ، الرسوم وتوزيعات الأرباح ، وهذه الأخيرة تشكل إلى حد كبير المصروف الأكثر أهمية ويمكن التعبير عن هذه التكلفة بقيمة نقدية أو عن طريق نسبة محسوبة من القيمة المتحصل عليها .

إنه لا يمكن التحديد بكل دقة كيف ستكون عليه التكلفة الظاهرية لزيادة رأس المال عن طريق الأسهم : إن ذلك يعتمد في الحقيقة على توزيعات الأرباح في المستقبل والتي سوف يتم دفعها كمائد على الأسهم المصدرة . وبعبارة أخرى ، فإن التقدير المسبق للتكلفة الظاهرية لزيادة رأس المال تقوم دائما على أساس تنبؤات تتعلق بتوزيعات الأرباح في المستقبل.

مع ذلك فمن الضروري أن ندرج هذه التكلفة . ولكي تقوم بذلك ، فإننا سوف نستخدم الرمز التالية :

M = عدد الأسهم الجديدة المصدرة

C' = سعر الإصدار (البيع)

D_t = توزيعات الأرباح المتوقعة للسهم في نهاية السنة t

c = التكلفة الظاهرية لعملية زيادة رأس المال

وإننا سوف نفترض أن :

- إن عملية زيادة رأس المال تزود المشروع بقيمة من الأموال مساوية لـ MC' ، مع خصم الأتعاب .

- توزيعات الأرباح في المستقبل تعتبر هي المصروفات التي سوف تؤدي إليها هذه العملية .

وبواسطة هذين الافتراضين ، فإننا نستطيع أن نستنتج أن التكلفة الظاهرية لزيادة رأس المال يمكن قياسها بواسطة المعدل الذي يحقق المعادلة التالية :

(معادلة ١)

$$MC' = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{MD_t}{(1+c)^t}$$

ولتبسيط هذه المعادلة لحساب التكلفة الظاهرية ، سنفترض - برغم أن ذلك قد يكون غير حقيقي - أن توزيعات الأرباح تتقاطع على معدل

ثابت هو g_D ، فإننا سوف نحصل على :

$$D_t = D_1 (1 + g_D)^{t-1}$$

إن المعادلة رقم ١ سوف تصبح إذن:

$$M C' = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{M D_1 (1 + g_D)^{t-1}}{(1 + c)^t}$$

وبافتراض أن توزيعات الأرباح المدفوعة في نهاية السنة $t = 1$ تعتبر مساوية للتوزيعات الأخيرة للأرباح في نهاية السنة D_0 ، فإننا نحصل على :

$$M C' = \frac{M D_0}{C - g_D}$$

وأن التكلفة الظاهرة (C) تصبح مساوية لـ :

(معادلة رقم ٢) :

$$C = \frac{D_0}{C'} + g_D$$

مثال :

في أبريل ١٩٩٣ قام أحد البنوك بإصدار أسهم جديدة بسعر ١٠٠٠ جنيه للسهم وخلال السنوات ١٩٨٢ - ١٩٩٢ ، فإن توزيعات الأرباح عن كل سهم تراوحت بين ٥٥ إلى ١٠٠ جنيه وهو ما تعلق بمعدل نمو سنوي

قدره (SD) ٦.٣٪ . وبافتراض بقاء العوامل الأخرى ثابتة على ما هي عليه ، فإن التكلفة الظاهرية للعملية تصل إلي حوالي :

$$\text{التكلفة (٢)} = \frac{١٠٠}{١٠٠} + ٦.٣\% = ١٦.٣\%$$

وبما أن توزيعات الأرباح قد تمت على أساس الأرباح بين الضريبة فإنه يجب مضاعفة هذا المعدل تقريبا إذا ما كانت الضرائب تصل إلي حوالي ٥٠٪ .

وكما نلاحظ ، فإن التكلفة الظاهرية لعملية زيادة رأس المال عن طريق الأسهم تعتبر عالية جدا . ولكي يمكن ضغطها ، فإنه يمكن أن نطالب بتخفيض في توزيعات الأرباح لكل سهم . وفي الواقع العملي ، فإن مثل هذا القياس يقود عموما إلى إنخفاض هام في أسعار الأسهم ولا يمكن إذن أن نواجه موقف عادي . والحل الوحيد هو أن المشروع يستطيع أن يحايز زيادة سعر الإصدار إذا كان ذلك ممكنا . وفي الحقيقة فإن التكلفة الظاهرية لزيادة رأس المال عن طريق الأسهم سوف تصبح أقل ، مع ثبات العوامل الأخرى على ما هي عليه ، عندما يكون سعر الإصدار عاليا .

ومع ذلك يجب ألا ننسى أن التكلفة الظاهرية بالنسبة للمشروع تتعلق بالعائد الظاهري لمساهميهِ . فإذا ما إعتاد المشروع على إصدار الأسهم الجديدة بأسعار عالية نسبيا ، فإن المساهمين قد يواجهون مخاطر إنخفاض العائد الذي سوف ينتج عن ذلك وسوف يكونوا ضد عملية الإكتتاب .

إن تضارب المصالح أمر يديهي ، والحل يعتمد على علاقات القوة التي توجد بين المساهمين من جانب وبين إدارة المشروع من جانب آخر .

إنه سوف يصبح من الخطأ أن نحدد عملية تقدير تكلفة عملية زيادة رأس المال عن طريق الأسهم فقط بالتكلف الظاهرية . إن هذه الأخيرة ، تشكل النفقات التي تشكل عائد الأموال التي تم الحصول عليها وهي تعتبر ذات أهمية غير قابلة للنقاش ، ومع ذلك ، يبقى هناك تكلفة أخرى أكثر أهمية ، ألا وهي التكلفة الضمنية . ولنتذكر أن التكلفة الضمنية تعتبر ببساطة العائد المطلوب بواسطة المساهمين بالنسبة لوضع أموالهم تحت تصرف المشروع .

أن التكلفة الضمنية تعتبر هي أصل وأساس التكلفة الظاهرية ، وليس العكس . وإنه من المعتم . إذن دراسة التكلفة الضمنية لعملية زيادة رأس المال بشكل متعمق .

♦ التكاليف الضمنية لعملية زيادة رأس المال عن طريق الأسهم :

يمكن قياس التكلفة الضمنية لزيادة رأس المال تبعاً لهذه التكلفة بالنسبة لحقوق الملكية الموجودة . وسوف نفترض إذن أن زيادة رأس المال سوف لا تؤثر على المخاطر التي يواجهها المشروع . إن استخدام التكلفة الضمنية لحقوق الملكية والتي تقاس على أنها الحد الأدنى لربحية الأموال الجديدة المستثمرة وهي تشكل نقطة أساسية لحساب هذه التكلفة . وفي الحقيقة ، وفي كل ما يلي من خطوات ، فإننا سوف نبحث عن تحديد ماهية الربحية الدنيا التي يجب أن نستنتجها من خطة الإستثمار بالنسبة للمتطلبات المرضية للمساهمين ، وهذا يكون تبعاً لشروط الاكتتاب التي

يعرضها المشروع بالنسبة لزيادة رأس المال المخصصة لتمويل هذه الخطط للاستثمار .

وعموما ، فإننا سوف نستخدم الرموز التالية :

$N =$ عدد الأسهم الموجودة بالفعل

$n =$ عدد الأسهم الجديدة المكتتب فيها بواسطة المساهمين

$m =$ عدد الأسهم التي يتم الإكتتاب فيها بواسطة الغير

$M =$ العدد الكلى لجميع الأسهم الجديدة التي تم إصدارها

وهي تساوى $m + n$

$B =$ ربح السهم قبل زيادة رأس المال

$C =$ سعر السهم قبل زيادة رأس المال

$C' =$ سعر الإصدار ، خالص كل الأتعاب

$r =$ الربحية المحتملة للإستثمارات الممولة عن طريق زيادة رأس المال

$k =$ التكلفة الضمنية لزيادة رأس المال

$y =$ التكلفة الضمنية لحقوق الملكية

وللتبسيط ، فإننا سوف نفترض أن التكلفة الضمنية لحقوق الملكية قبل زيادة رأس المال تكون مساوية لـ

$$y = \frac{B}{C}$$

وإننا سوف نميز بين الإحتمالين التاليين :

- أن المساهمين الحاليين سوف يكتتبون بالكامل فى عملية زيادة رأس المال .

- أن عملية زيادة رأس المال سوف يتم تغطيتها بالكامل عن طريق آخرين (غير المساهمين الحاليين) .

ومن البديهي أن يكون الربح الإضافي للاستثمارات الجديدة بواسطة المساهمين يساوى " rMC " .

وأن المساهمين سوف يقبلون المساهمة فى عملية زيادة رأس المال إذا ما كانت القيمة الرأسمالية للأرباح الإضافية لا تقل عن تلك الخاصة بحقوق الملكية . أى أن

$$\frac{rMC}{y} = MC'$$

وهذا يعنى بوضوح أن ربحية الأموال الجديدة المستثمرة (r) يجب أن تكون على الأقل مساوية للتكلفة الضمنية لحقوق الملكية (y) لكى يفى ذلك باحتياجات السوق . إن التكلفة الضمنية لعملية زيادة رأس المال تعتبر إذن مساوية لـ : $k = r = y$

مهما كان سعر إصدار أسهم جديدة لرأس المال C' .

ثانيا - السندات التي يطرحها المشروع فى بورصات الأوراق المالية (أموال مقترضة) :

يعتبر الاقتراض عن طريق إصدار السندات أحد الأشكال الممكنة للتمويل طويل الأجل . وهو يتميز بحقيقة أنه فى الوقت الذى يكون فيه المدين أو المقترض شخص واحد فقط فإن الدائنين أو حاملي السندات يكونون بشكل عام عددا كبيرا من المستثمرين غير المعروفين بشكل مباشر للمشروع المقترض .

وينقسم مبلغ الاقتراض عن طريق السندات إلى أجزاء صغيرة وهى تسمى صكوك لحاملها ، وهى تعتبر قابلة للتحويل . وبالنسبة للمشروع المفترض فإن عملية إصدار السندات تتضمن عرضا للإكتتاب العام وذلك عن طريق أحد البنوك التى تقوم بتوزيع هذه الصكوك الخاصة بالسندات . على الجمهور مقابل أتعاب معينة . ويلاحظ أن حامل السند يعتبر دائنا للشركة المصدرة لهذه السندات وله حقوق معينة تتمثل فى :

- الحصول على فائدة سنوية محددة .

- الحق فى استرداد قيمة السند فى مواعيد الإستحقاق .

وبشكل عام يمكن القول أن هناك العديد من أنواع السندات التى يلجأ إليها المشروع للحصول على الأموال فى الأجل الطويل وقد تكون هذه الاختلافات بسبب تواريخ استحقاق السندات أو الضمانات الخاصة بها أو من حيث قابليتها للتحويل إلى أسهم إلخ .

وتلجأ مشروعات الأعمال عادة إلى الاقتراض طويل الأجل عن طريق

السندات بدلا من الأشكال الأخرى للتمويل طويل الأجل نظرا للمزايا التالية :

١ - أن تكلفة الاقتراض محددة سلفا (أى من قبل) . إن حاملي السندات لا يشاركون الشركة فى الأرباح التى يحققونها ، ولكن الشركة تلتزم فقط بدفع فوائد السندات .

٢ - وبالإضافة إلى أن تكلفتها محددة ، فإن عائد السندات غالبا ما يكون أقل من عائد الأسهم العادية .

٣ - لا يشارك حملة السندات بالكي الشركة فى الرقابة عند استخدام القروض فى تمويل الشركة .

٤ - إن مدفوعات الفوائد على القروض تقتطع قبل حساب الضريبة.

٥ - تحقيق المرونة فى الهيكل المالى للشركة بوضع شرط حق الاسترداد فى وثيقة التعاقد .

ومع ذلك فإن هناك غيوباً لإستخدام السندات للإقتراض طويل الأجل للمنشآت تتمثل فى :

١ - أن تكلفة القروض ثابتة فإذا تذبذبت مكاسب الشركة ، فقد تصبح غير قادرة على دفع التكلفة (فوائد) .

٢ - إن المخاطر العالية تؤدي لارتفاع معدلات الرسملة Capitalization Rates على حقوق الملكية . وهكذا ، وبالرغم من أن الرافعة مفضلة وترفع من مكاسب السهم ، إلا أن معدلات الرسملة المرتفعة الذى تسببه الرافعة قد تسبب إنخفاض قيمة الأسهم العادية .

٣ - أن القروض عادة ما يكون لها تاريخ استحقاق محدد ، وأن المدير المالي للشركة يجب عليه تكوين احتياطي لتسديدها في ميعادها .

٤ - طالما أن القروض طويلة الأجل هي التزام لفترة طويلة ، فإنها تتضمن مخاطرة ، ويمكن أن تتغير التوقعات والخطط التي صدرت فيها القروض . وأن القروض يمكن أن تصبح سيئة . فعلى سبيل المثال ، إذا انخفض كل من الدخل ، العمالة ، مستوي الأسعار ، معدلات الفوائد بشكل كبير ، فإن الافتراض السابق باستخدام القروض طويلة الأجل في تمويل احتياجات الشركة يمكن أن يكون سياسة مالية غير حكيمة .

٥ - أن العلاقة بين المقرض والمقرض التي توضحها وثيقة التعاقد ، يحتمل أن تكون شروطا متشعبة عما تكون عليه وثائق العقود قصيرة الأجل . وعليه ، فإن الشركة يمكن أن تواجه كثيرا من المشاكل والقيود عما إذا استخدمت القروض قصيرة الأجل في تمويل احتياجاتها المالية أو أصدرت أسهم عادية .

٦ - هناك حد أقصى في الشركة للتمويل باستخدام القروض طويلة الأجل . ويجب أن يراعي هذا الحد المعايير العامة المقبولة للسياسة المالية التي توضح أن نسبة القروض لن تزيد عن حد معين . فإذا زادت القروض عن هذا الحد فإن تكلفتها تزداد بسرعة .

♦ تكلفة إصدار السندات (الإقتراض عن طريق السندات) :

إن تكلفة إصدار السندات بالنسبة للشركة المقترضة أو المصدرة لا تتوقف فقط على التكاليف الظاهرية المتمثلة في سعر الفائدة الثابتة الذي

تدفعه الشركة لجاملى صكوك السندات ، ولكن هذه التكلفة تتوقف على مجموعة أخرى من العوامل مثل :

- مصاريف إصدار السندات من رسوم مختلفة وتكاليف الحملة الإعلانية وخلافه .

- عمولات الموزعين للسندات .

- مدة السندات .

- القيمة الاسمية للسندات .

- سعر الفائدة المذكور في عملية الإصدار .

- صافي المبلغ المقرض الذى حصلت عليه الشركة .

وبشكل عام ، يتم حساب التكلفة الضمنية لهذه العملية عن طريق

المعدل k_i الذى يحقق المعادلة التالية :

(المعادلة رقم ١)

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{I}{(1 + k_i)^t} + \frac{R}{(1 + k_i)^n}$$

حيث :

P = سعر السند فى البورصة بالجنيه

I = قيمة الفوائد السنوية المدفوعة لهذا السند

R = سعر سداد السند بالجنيه عند الاستحقاق

n = المدة بالسنوات التي يتم خلالها سداد السند

ويجب أن نؤكد أن المعدل الذي يتم الحصول عليه بهذه الطريقة يتعلق بالتكاليف الظاهرية لقرض السندات ، وأن هذه التكلفة الظاهرية تتكون من جميع المصروفات المرتبطة بالأموال التي تم الحصول عليها .

وبافتراض أن :

E = قيمة السند الإسمية بالجنيه

f = خصم الإصدار كنسبة من القيمة الإسمية

P = علاوة السداد معبرا عنها كنسبة من القيمة الإسمية

i = سعر الفائدة الخاص بالسند

I = القيمة السنوية الكلية للقوائد ($I = Ei$)

n = فترة السندات بالسنوات

k_i = سعر الفائدة بالسوق

وبمجرد معرفة سعر الفائدة بالسوق ، فإن المشروع يجب أن يتخذ القرار الخاص بعملية إصدار السندات من حيث : مدة الإقتراض بالسنوات ، سعر الفائدة الظاهري ، سعر الإصدار ، وسعر سداد السندات .

وبعبارة أخرى ، فإن هذا يرجع إلى البحث عن قيم كل من :

(n, i, f, p) التي تحقق المعادلة التالية :

(معادلة رقم ٢)

$$E(1-f) = \sum_{t=1}^n \frac{iE}{(1+ki)^t} + \frac{E(1+P)}{(1+ki)^n}$$

حيث تكون كل من (E, ki) معروفة ومحددة .

وبلاحظ أن المعادلة رقم ٢ تعتبر مماثلة للمعادلة رقم ١ وكذلك :

- إن التعبير (iE) يمثل النسبة السنوية للفوائد وهو يعتبر إذن مساوياً لـ (I) .

- إن التعبير $E(1-f)$ يمثل السعر الذي تم إصدار السند به في السوق المالي .

وبالتالي فإن المعادلة رقم ٢ تعتبر واضحة بديهيًا وتدل علي :

- أن سعر الفائدة الظاهري يعتبر فقط أحد العوامل التي تدخل في حساب تكلفة الاقتراض عن طريق السندات .

- الأخذ في الاعتبار بسعر الإصدار وسعر سداد السند في تاريخ الاستحقاق .

- أن السعر الظاهري لفائدة السندات يختلف عن التكلفة الضمنية لإقتراض السندات .

ثالثا - القروض متوسطة الأجل وطويلة الأجل التي يحصل عليها المشروع من البنوك المتخصصة ، وهو ما يسمى بالإقراض المباشر :

ويقصد بالتمويل الخارجى متوسط الأجل ، القروض التي تحصل عليها الشركات لمدة تتراوح بين سنة إلى خمس سنوات . أما طويلة الأجل منها فهي قد تتراوح بين ١٠ إلى ١٥ سنة أو أكثر . وتمنح هذه القروض عادة عن طريق البنوك المتخصصة أو حتى البنوك التجارية التي أصبحت تتجه إلى الإقراض طويل الأجل في السنوات الأخيرة . وتمنح هذه القروض على أساس شروط وضمانات ومعايير معينة تضعها هذه البنوك . ويتم تسديد هذه القروض على دفعات منتظمة متساوية خلال فترة هذه القروض . كما أن تكلفة هذا النوع من الإقراض تعتبر مثل ما سبق أن شرحناه بالنسبة لتكاليف الإقراض المصرفي .

الجزء الثالث : دراسة مقارنة بين ربحية الشركات

من منظور التمويل الداخلى والخارجى

وإثر ذلك على ربحية حقوق أصحاب المشروع والملاك

يهدف هذا الجزء إلى التعرف على آثار التمويل بالإستدانة (التمويل الخارجى) على ربحية المشروع وبصفة خاصة ربحية حقوق الملكية وكذلك أثر التمويل بالإستدانة على « المخاطر التي قد يتعرض لها المشروع نتيجة للعجز عن الوفاء بالتزاماته في مواعيدها المحددة ونقص بذلك أعباء الديون . إن ذلك كله يسمى بأثر المتاجرة على رأس المال Trading on equity أو أثر الرافعة المالية The effect of financial leverage .

كما سوف يتضح عن المعادلات التمويلية التي سوف نشرحها بعد ذلك .

❖ ربحية أصحاب المشروع (العائد على حقوق الملكية) :

إن الربحية الاقتصادية لا تعكس ما إذا كان المشروع قد قام بواجبه بشكل مرضى نحو مالكيه أو أصحابه لذلك وجب أن نفحص كذلك ربحية حقوق الملكية أو " العائد على حق الملكية " :

ويعرف هذا العائد على أنه يساوى :

صافي الربح

$$\%xx = 100 \times \frac{\text{صافي الربح}}{\text{حقوق الملكية}} = (\text{بالطريقة المباشرة})$$

حقوق الملكية

(حيث أن حقوق الملكية = رأس المال + الإحتياطيات + الأرباح المحتجزة)

ويمكن القول بأن العائد المحسوب بهذه الطريقة يعتبر مؤشرا جيدا لتقييم مقدرة المشروع على تحقيق عائد على رأس المال المستثمر فيه من جانب أصحابه . غير أن بعض كتاب الإدارة المالية والتحليل المالي يفضلون حساب هذا العائد على أساس أنه يساوى :

$$100 \times \text{Cash - flow}$$

$$\%xx = \frac{\text{Cash - flow}}{\text{حقوق الملكية}} =$$

حقوق الملكية

$$100 \times \frac{\text{صافي الربح} + \text{الإهلاكات والمخصصات}}{\text{حقوق الملكية}} = \text{أى } \%xx$$

$$\%xx = \frac{\text{صافي الربح} + \text{الإهلاكات والمخصصات}}{\text{حقوق الملكية}} = \text{أى } \%xx$$

حقوق الملكية

ويعملون ذلك لنفس الأسباب السابق الإشارة إليها عند مناقشة موضوع الربحية الاقتصادية ، بمعنى أن المشروعات تميل إلى تخصيص وإحتجاز أرباح كبيرة على شكل إهلاكات ومخصصات لتكوين الإحتياطيات السرية ، وليس نتيجة للمخاطر التى تتعرض لها بالفعل ، هذا وقد قمنا بالرد على هذا التعليل كما سبق أن أوضحنا ، ولذلك فإننا لا نؤيد تماما الطريقة الأخيرة المتبعة عند حساب العائد على حق الملكية .

وبمعنى حساب العائد على حق الملكية على أساس " صافى الربح " أننا قد أخذنا فى الإعتبار العوامل التى سبق إستبعادها عند حساب الربحية الاقتصادية ألا وهى : تكلفة التمويل والضرائب . فإذا ما قمنا بتحييد العامل الضريبى فإن الربحية الخاصة بحقوق أصحاب المشروع لا تختلف عن الربحية الاقتصادية إلا من حيث تكلفة الإستدانة أو تكلفة الأموال الأجنبية عن المشروع . وكما يشير المثال التالى فإن هذه الإستدانة يجب أن تكون مريحة لأصحاب المشروع بمعنى أنها تزيد من العائد على حق الملكية .

مثال : المشروعين أ ، ب متماثلين فى جميع العوامل إلا فى طريقة التمويل ، حيث يعتمد المشروع أ على رأس مال فقط ، أما المشروع ب فيعتمد على الإستدانة بجوار رأس ماله :

المشروع أ	المشروع ب	
---	٦٠٠٠ جم	- أموال الغير (تكلفة ٧,٥ ٪)
١٠٠٠٠ جم	٤٠٠٠ جم	- حقوق الملكية
١٠٠٠٠ جم	١٠٠٠٠ جم	مجموع الميزانية
١٤٥٠ جم	١٤٥٠ جم	- الربح الإقتصادي (قبل الفوائد والضرائب)
---	٤٥٠ جم	- فوائد التمويل
١٤٥٠ جم	١٠٠٠ جم	- الربح قبل الضرائب
٥٨٠ جم	٤٠٠ جم	- الضرائب (٤٠ ٪)
٨٧٠ جم	٦٠٠ جم	- صافي الربح
١٤,٥ ٪	١٤,٥ ٪	- الربحية الإقتصادية (العائد على الاستثمار)
٨,٧ ٪	١٥ ٪	- العائد على حق الملكية

فبالنسبة للمشروع أ ، الذي لا يعتمد على الإستدانة ، فإن الفرق

بين الربحية الاقتصادية (العائد على الإستثمار) وبين العائد على حق الملكية يرجع فقط إلي عامل الضرائب ، وللاقتناع يكفى أن نحسب العائد على حق الملكية على أساس صافي الربح قبل الضرائب .

أما بالنسبة للمشروع ب ، فإن الفرق بين العائد على الإستثمار والعائد على حق الملكية يرجع بصفة خاصة إلى أسلوب التمويل . وفي الواقع فإن العائد على حق الملكية (بغض النظر عن الضرائب) يصل إلى ٢٥٪ في حين أن العائد على الإستثمار يصل إلى ١٤.٥٪ . وبالتالي فإن الفرق يخضع كله للضريبة بمعدل ٤٠٪ . فالمشروع ب يستثمر الأموال بمعدل ١٤.٥٪ ويقترض بمعدل ٧.٥٪ وبالتالي فهو يحقق تحسينا في ربحية أصحاب المشروع ناتجة عن الإستدانة أو طريقة التمويل .

ومن البديهي ألا تحقق الأستدانة دائما نتائج طيبة ذات تأثير موجب على ربحية أصحاب المشروع (العائد على حق الملكية) . نأثر الإستدانة قد يكون موجبا أو صفريا أو سالبا بحسب الفرق بين العائد على الإستثمار وتكلفة الإستدانة من جهة وبحسب نسبة الإستدانة إلى حقوق الملكية من جهة أخرى كما يشير إلى ذلك حساب العائد على حق الملكية بالطريقة التحليلية .

♦ العائد على حق الملكية (بالطريقة التحليلية) أو مكونات العائد على حق الملكية :

في المشروعات التجارية والصناعية يتم تحليل العائد على حق الملكية على أساس المعادلة التالية :

$$\frac{\text{صافي الربح} \times 100}{\text{حقوق الملكية}} = \text{العائد على حق الملكية} = \frac{\%}{xx}$$

$$= (1 - \text{معدل الضرائب}) \left[\begin{array}{l} \text{المسند} \\ \text{الاستثمار} \end{array} + \begin{array}{l} \text{العائد} \\ \text{الاستثمار} \end{array} - \begin{array}{l} \text{معدل} \\ \text{الفائدة} \end{array} \right] \times \frac{\text{أموال الغير}}{\text{حق الملكية على الديون}}$$

بمعنى أن مكونات العائد على حق الملكية تتمثل في :

- معدل الضرائب وهو يحسب على أساس أنه =

$$\frac{\text{الضرائب} \times 100}{\text{الربح قبل الضرائب}} = \frac{\%}{xx}$$

- العائد على الاستثمار أو الربحية الاقتصادية.

- الفرق بين العائد على الاستثمار ومعدل الفائدة على الديون

مضروباً في نسبة المديونية (أموال الغير) إلى حق الملكية .

وهذه العلاقة الأخيرة توضح ما يسمى بالمتاجرة على رأس المال أو

أثر التمويل بالإستدانة أو أثر الرافعة المالية في تحسين معدل العائد على

حق الملكية وهى ما إذا كان الإقتراض مربحاً لأصحاب المشروع أم لا .

ومن السهل إثبات هذه العلاقات كالآتي :

نفرض أن :

ق = حقوق الملكية

م = أموال الغير (الديون)

أ = مجموع الأصول

= (ق + م)

ح = صافي الربح

ع = الربحية الإقتصادية (العائد على الإستثمار)

ف = معدل الفوائد المدفوعة على الديون (متوسط سعر الفائدة)

ض = معدل الضرائب

= (الضرائب / الربح قبل الضرائب)

وبالتعريف فإن :

- الربح الإقتصادي (الربح قبل الفوائد والضرائب) \times ع = أ

- الفوائد المدفوعة = ف \times م

- صافي الربح (ح) = (١ - ض) (ع أ - ف م)

وبتحليل قيمة (أ) إلى عناصرها في جانب الخصوم نحصل على :

أ = (ق + م)

وبإحلال عناصر أ في معادلة صافي الربح المذكورة نحصل على :

ح = (١ - ض) [ع (ق + م) - ف م]

ح = (١ - ض) [ع ق + ع م - ف م]

ح = (١ - ض) [ع ق + (ع - ف) م]

ويقسمة البسط السابق على حق الملكية (ق) حتي نحصل على العائد علي حق الملكية :

$$\frac{ع}{ق} = (١ - ض) [ع + (ف - ع) \frac{ف}{ق}]$$

$$= (١ - معدل الضرائب) [العائد علي الإستثمار + العائد الفاتدة علي الإستثمار - معدل الفاتدة علي الإستثمار \times \frac{\text{أموال الغير}}{\text{حق الملكية}}]$$

وهي الصيغة السابق الإشارة إليها عند حساب العائد على حق الملكية بالطريقة التحليلية .

ويتضح من الصيغة السابقة لحساب معدل العائد علي حق الملكية أن: ربحية حقوق أصحاب المشروع تعتمد على عنصرين مختلفين ومحددتين هما: - عنصر إقتصادي بحث والذي يتكون من الربحية الإقتصادية أو العائد علي الإستثمار . فإذا لم يتم المشروع بأي إستدانة من الغير ، فإن العائد علي حق الملكية قبل الضرائب يتساوى تماما مع العائد علي الإستثمار أو الربحية الإقتصادية . وفي مثالنا السابق فهي حالة لمشروع "أ".

- عنصر مالي تمت صياغته على النحو التالي :

$$[(\text{العائد علي الإستثمار} - \text{معدل الفاتدة}) \times \frac{\text{أموال الغير (الدينون)}}{\text{حق الملكية}}]$$

وهذا هو ما يسمى " بأثر الرافعة المالية " وهو يعتمد على الفرق بين كلي من العائد على الإستثمار ومعدل الفائدة على الديون من جهة ، وعلى العلاقة بين أموال الغير (الإئتمانة) وحقوق أصحاب المشروع . ولذلك فمن المناسب ، عند إعداد أى تحليل مالي - أن نقرم بحساب المعدلين التاليين :

$$\begin{aligned} & \frac{\text{مجموع الفوائد المدفوعة}}{\text{أموال الغير (الديون)}} = \text{المعدل المتوسط للفائدة} \\ & \frac{\text{أموال الغير (الديون)}}{\text{حق الملكية}} = \text{معدل الرافعة المالية} \end{aligned}$$

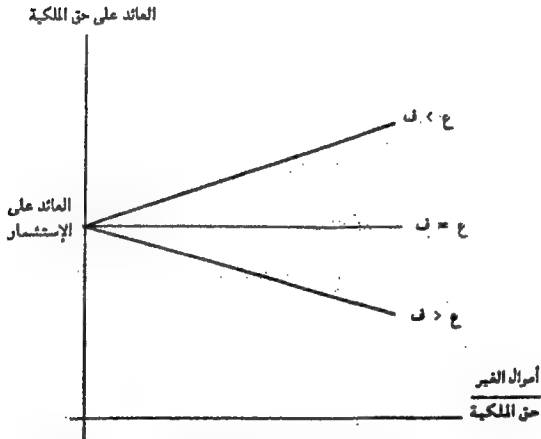
وبالنسبة لثالثنا السابق والخاص بالمشروع "ب" فإن هذين المعدلين كانا كالآتى :

$$\begin{aligned} & ٧,٥ \% \text{ (متوسط الفائدة على الديون)} \\ & ١,٥ \text{ مرة (معدل الرافعة المالية)} \end{aligned}$$

وبالتالى فإن حد اب "عائد على حق الملكية أو ربحية أصحاب المشروع يتوزع كالآتى :

$$\begin{aligned} & \frac{٦٠٠}{٤٠٠٠} = \frac{(١٠,٤ - ١) \times (١٤,٥ + ١٤,٥ - ١٤,٥) + ١٤,٥}{(١٠,٥ + ١٤,٥) \times ١,٦} \\ & \frac{٦}{٤٠} = \frac{٢٥}{١٥} \times ٠,٦ = \end{aligned}$$

ومن البديهي أن " أثر الرافعة المالية " قد يكون موجبا أو صفريا أو سالبا بحسب ما إذا كانت نتيجة (ع - ف) موجبة أو صفرية أو سالبة .
وبياننا يمكن عرض هذه الظاهرة على الوجه التالي :



وتبين من هذا الرسم البياني أن الإستدانة قد تحدث أثارا ضارة وخطيرة إذا كانت الربحية الاقتصادية والعائد على الإستثمار أقل من معدل سعر الفائدة الذي تم الإقتراض به . وفي هذه الحالة يجب البحث وراء الأسباب التي أدت إلى إنخفاض الربحية الاقتصادية إلى مستوى يجعلها أقل من معدل الفائدة على الديون قبل إتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة سواء كان ذلك بتخفيض الإستدانة أو بالعمل على رفع الربحية الاقتصادية . وبالعكس فإن الإستدانة لا تفيد أو لا تكون مربحة إلا إذا

ثابت الربحية الاقتصادية اعلى من متوسط سعر الفائدة على الدين .

• إحدى خطوات التصنيف التشغيلية لربحية حقوق الملكية هي التشغيلية في العنصر :

قبل أن ندخل في صميم الموضوع لنذكر أولاً أن ربحية حقوق الملكية أو ربحية أصحاب المشروع (العائد على حق الملكية) الذي يحسب على أساس :

$$\frac{\text{صافي الربح}}{\text{حق الملكية}} \dots \dots \dots \text{أمكن تحليله كالآتي}$$

$$\frac{C}{Q} = (1 - ض) (ع + (ف - ع) \frac{F}{Q})$$

وابتداء من هذه العلاقة ، فإن المحلل المالي يمكنه أن يقيم ويحكم على مضمون ربحية حقوق أصحاب المشروع وخصائصها المختلفة والتي تكون أكثر أهمية في التطبيق العملي من مجرد العملية الحسابية نفسها .
إن مثالا عمليا مبسطا يمكن أن يوضح هذا الفرض تماما (لتبسيط الفرض سوف نقوم بتحديد أثر الضريبة الضريبية (ض) أي سوف يعتمد على صافي الربح قبل الضرائب) .

مثال :

نفرض أن هناك ثلاث مشروعات "أ" ، "ب" ، "ج" والتي تتساوي في العائد على الملكية ولكنها تختلف في مكونات هذا العائد كالآتي :

$$\text{المشروع "أ"} : ١٣ = ٢ + ١٣ = ٠.٢٥ \times (٥ - ١٣) + ١٣$$

$$\text{المشروع "ب"} : ١٠ = ٥ + ١٠ = ١ \times (٥ - ١٠) + ١٠$$

$$\text{المشروع "ج"} : ٧ = ٨ + ٧ = ٤ \times (٥ - ٧) + ٧$$

ونلاحظ هنا أن ربحية حقوق الملكية متساوية في المشروعات الثلاثة ، ولكنها أبعد من أن تكون متكافئة . ففي المشروع "أ" نجد أن العائد علي حق الملكية يعتمد أساسا على الربحية الإقتصادية ، في حين أن المشروع "ج" تعتمد ربحية حقوق الملكية أساسا علي الإستدانة العالية . ويفرض ثبات جميع العوامل الأخرى علي ما هي عليه فإن المشروع "ج" هو الذي سوف يكون أكثر تأثرا وحساسية لأي تغير في الربحية الإقتصادية أو في تغيرات سعر الفائدة في السوق . ولكي نوضح هذه الظاهرة فسوف نقيم فرضين أساسيين :

الفرض الأول : زيادة سعر الفائدة ١٪ مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة علي ما هي عليه .

الفرض الثاني : زيادة الربحية الإقتصادية ١٪ مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة علي ما هي عليه .

وبوضح الجدول التالي الآثار المترتبة من هذين الفرضين علي ربحية حقوق الملكية أو ربحية أصحاب المشروع بالنسبة للمشروعات الثلاثة كالآتي :

المعطيات	الفرض الأول	الفرض الثانى
المشروع "أ"	٪١٥	٪١٦.٢٥
المشروع "ب"	٪١٥	٪١٧.٠٠
المشروع "ج"	٪١٥	٪٢٠.٠٠

ومن هنا يبدو بديهياً أهمية مكونات ربحية حقوق الملكية كعامل أساسى فى تقييم الموقف المالى للمشروع والتى يجب دراستها وفحصها بعناية بالغة . فمن جهة نجد أنها تحدد إلى درجة كبيرة الحكم الذى يمكن أن يتقام على مقدرة المشروع على تحقيق الأرباح لأصحابه بطريقة تتميز بالثبات النسبى . ومن جهة أخرى ، فهي تسمح للمحلل المالى بإشتداد هيكل التمويل على أساس معطيات موضوعية وقابلة للقياس الكمي .

إن التمويل يمكن أن يتتقد تبعاً لمعايير مختلفة تماماً . فمن الممكن ، على سبيل المثال ، إثارة الإنتباه إلى المشاكل المتعلقة باليسر المالى والسيولة والتوازن التمويلي وتكوين رأس المال العامل فى المشروع . ومن الممكن أن نركز على المشاتل المتعلقة بتكلفة التمويل والعائد المتوقع من الأموال التى يتيحها للمشروع . ومن وجهة النظر هذه ، فإن مكونات معادلة ربحية حقوق الملكية تشكل أداة تحليل ذات قيمة كبيرة . ومع ذلك فقد يكون من الخطأ أن نستخدم هذه المعادلة بطريقة آلية وإدراكاً للعوامل الأخرى التى تؤثر مباشرة على التمويل مثل نوع النشاط الإقتصادي للمشروع والمخاطر التى يتعرض لها وكذلك درجة تطاير الربح الإقتصادي .

ولكى نوضح ذلك ، نفترض أن المشروعات الثلاثة السابقة أ ، ب ، ج تتعرض لنفس المخاطر ، كما أن درجة مرونة الربح الإقتصادي أو درجة تطايره متشابهة أيضا للمشروعات الثلاثة . فإذا كانت المخاطر علي درجة عالية ومرونة الربح كبيرة ، فيمكننا أن نخلص إلى أن المشروع "ج" يعتبر مثقلا جدا بالديون . ويمكن أن يقودنا التحليل إلى أكثر من ذلك :

فالربحية الإقتصادية لهذا المشروع (٧٪) تعتبر ضعيفة ، ولكن أثر الإستدانة قد أخفى هذا الضعف حيث أظهر ربحية مقبولة لحقوق أصـاـهـة المشروع .

ولنفرض العكس ، أي أن المخاطر التي تتعرض لها المشروع الثلاثة كانت ضعيفة ، وأن درجة مرونة الربح الإقتصادي منخفضة ، فإننا يمكننا أن نستنتج أن المشروع " أ " يميل ودرجة عالية عن طريق أمواله الخاصة ، وأن هذه الحيلة التي يتبعها قد تكون مكلفة كثيرا . إن اللجوء إلى إستخدام التمويل عن طريق الإستدانة حتى لو كان قليلا سوف يسمح بزيادة ربحية حقوق أصحاب المشروع إلي حد كبير . وهذا الفرق بين العائد الحالي لحقوق الملكية والعائد المتوقع لها في حالة الإستدانة يمثل في الحقيقة تكلفة هذه السياسة الحذرة التي يتبعها المشروع " أ " فيما يتعلق بهيكل التمويل .

نفترض الآن حالتين مختلفتين ، أي أن المشروع " أ " يتعرض لمخاطرة كبيرة كما أن مرونة ربحه الإقتصادي عالية جدا ، في حين أن المشروع " ج " على العكس يتمتع بدرجة مخاطرة صغيرة ، ودرجة مرونة ضعيفة . فإذا كان هذين الافتراضين صحيحين ، فإن معنى ذلك أنهما

بأنه لا يمكن سياسة حكومية جيدة من حيث هيكل تمويلها ، كما أنها لا يمكن أن تكون مستدامة .
 كما أن أعلى أمواله الخاصة ، أنها لا يمكن أن تعتمد بنسبة كبيرة على الاستدانة .
 وبالتالي ذلك فيمكن التوصل إلى نتيجة في هذا الخصوص ، وهي : إذا كان
 الرياح الإقتصادي يتعرض لدرجة تطاير عالية ، فمن الخطورة أن يلجأ
 المشروع إلى الاقتراض لأنه سوف يؤدي إلى درجة أعلى من تطاير الربح .
 وعلى العكس فإن المشروع الذي يتميز بمحسوفات ثابتة قليلة يستطيع تحديد
 نسبة كبيرة أن يؤدي إلى مرونة الربح التي يستفيد أكثر من أثر الرخاء .

وفي خلاصة فإن دراسة تطور ربحية المشروع تعتبر أساسية عند
 القيام بتحليل مالي تشخيصي . غير أن ذلك لا يسمح بإظهار الأهمية
 الخاصة لتدفق الأموال في المشروع ولذلك يجب الربط بين بيان تدفق
 الأموال (بيان مصادر واستخدامات الأموال) وبين دراسة الربحية
 بأنواعها المختلفة .

إدارة الآلات والمعدات الرأسمالية

المقصود بالمعدات الرأسمالية الآلات والمعدات التي تظهر في شكل أصول ثابتة بقائمة المركز المالي للشركة . وهي تحتاج عناية خاصة من القائمين بعملية الشراء وذلك لارتفاع حجم الاستثمارات فيها إذا ما قورنت بالاستثمارات في الأصول الجارية . أيضاً لأنها تحتاج لفترة زمنية طويلة وذلك حتى تستهلك ، وهو ما يعني أن الاستثمارات في المعدات الرأسمالية تؤثر على إستراتيجيه المشروع للتسويق والإنتاجية والمالية لفترة زمنية طويلة ، وهو ما يعني بالتبعية أنه ليس من السهل التخلص من الآثار السلبية التي تنشأ إذا ما اتخذ قرار خاطئاً بالنسبة لهذا النوع من الاستثمارات ونتيجة لذلك فإن قرار الشراء في هذه الحالة لابد وأن يختلف عن قرار الشراء بالنسبة للمواد الخام ومواد التشغيل وغيرها .

الأصول والمعدات الرأسمالية والعوامل التالية تشرح الخصائص الرئيسية لشراء .

خصائص قرار الشراء :

٢١- طول فترة المفاوضات بين المشتري والبائع : Extended Negotiation

تختلف عملية شراء المعدات والأصول الرأسمالية عن شراء المواد الخام والمهمات في أنها تحتاج إلى دراسة دقيقة للعديد من العوامل المؤثرة في قرار الشراء مثل العصر الإنتاجي ، وتكاليف التشغيل ، وحجم الإنتاج المتوقع خلال وحده زمنية معينة وغيرها من العوامل . وعادة ما يقوم المشتري بالمفاضلة بين عدة موردين بعكس الحال بالنسبة لشراء الخامات وغيرها حيث أنه بالنسبة لهذه الحالة الأخيرة تتكرر عملية شروط الشراء من نفس المورد بنفس لشروط الشراء السابق الإتفاق عليها بالنسبة للجودة والأسعار وغيرها ، ويظل الأمر كذلك إلى أن يظهر مورداً آخر أكثر كفاءة بالنسبة لعناصر التقييم هذه حيث تقوم الشركة بالتفاوض معه على عملية الشراء بدلاً من المورد السابق الذي أصبح في ظل الظروف الجديدة أقل كفاءة .

أما بالنسبة لشراء المعدات والآلات الرأسمالية فإن الأمر يختلف حيث تحتاج كل عملية شراء على حدة إلى مفاوضات مطولة ودراسة تفصيلية للعوامل المؤثرة، وهو ما يعني أن عملية إعادة الشراء لا تتم بطريقة روتينية في ضوء الخبرة السابقة مع المورد، بل تحتاج كل عملية شراء على حدة إلى دراسة مفصلة تتعلق بعملية شراء معينها. وبطبيعة الحال فإن الخبرة السابقة مع أحد الموردين قد تكفي الشركة للتعامل معه عند إعادة الشراء في المستقبل، ولكن هذه الحالة ليست شائعة كما هو الحال بالنسبة لشراء الخامات ومواد التشغيل.

٢- طول الفترة ما بين إبرام عقد الشراء وما بين التوريد الفعلي للآلات :

والسبب في طول الفترة ما بين التعاقد والتوريد هو أن الآلات والمعدات المطلوبة قد تكون ذات مواصفات خاصة، وبحيث يستلزم الأمر من المورد أن يقوم بتصميمها لكي تتفق مع احتياجات عميل بعينه، وحتى بالنسبة للآلات والمعدات النمطية التي تنتج مقدما للسوق Mass Production فإن غالبية الموردين لا ينتجون كميات كبيرة من أجل التخزين، وذلك نظرا لزيادة تكلفه رأس المال المستثمر في المخزون من الآلات في هذه الحالة لارتفاع تكلفة الإنتاج للوحدة الواحدة من المنتج النهائي بالمقارنة بالوحدة الواحدة من المواد الخام، وهذا يعني أن المورد قد يحتاج لفترة طويلة نسبيا وذلك حتى يقوم بتصنيع كميات تكفي حاجة الشركة المشتري.

وهذا الموقف يستلزم من إدارة الشركة أن تكون قادرة على تحديد الوقت المناسب للشراء بالدفعة المطلوبة، وأن تأخذ في الاعتبار فترة الانتظار ما بين إبرام التعاقد وما بين الحصول على الآلات والمعدات المطلوبة بالفعل.

٣- تعدد مراكز التأثير في قرار الشراء :

نظرا لأن شراء المعدات الرأسمالية تحتاج عادة إلى مبالغ طائلة إذا ما قورنت بالمواد الخام وغيرها لذلك فإن هناك أكثر من جهة تشارك في اتخاذ قرار الشراء. بالنسبة للمواد الخام مثلا فإن الذي يقرز النوع والجودة هي الأقسام الطالية، مثل قسم الإنتاج، بينما نجد أنه بالنسبة لشراء الآلات والمعدات الرأسمالية فإن قسم الإنتاج، يلعب دورا أساسيا بطبيعة الحال في قرارات الشراء ولكن هناك أيضا أقسام ومراكز سلطة أخرى داخل الشركة، بل وقد تكون خارج الشركة تشارك في اتخاذ القرار.

الإدارة العليا بالشركة مثلاً تعتبر أن عملية شراء المعدات والآلات من الصلابة التي تؤثر على إستراتيجية الشركة في الأجل الطويل ، ولذلك فهي تعطيها أهمية خاصة تختلف كليه عن عملية شراء المواد الخام والمهمات . وأيضاً فإنه نظراً للأثر الماليه التي تترتب على عملية للشراء وكذلك فإن الإدارة الماليه بالشركة لابد وأن تشترك في إتخاذ القرار حيث أنه لا يجب أن تغفل أن الهدف النهائي من عملية الشراء في هذه الحالة هو تعظيم الربح أو تعظيم العائد على الاستثمارات في الآلات والمعدات المزمع شرائها . ولذلك فإن القرار يحتاج إلى دراسة تفصيليه ومقارنته بين بدائل متاحة من الآلات المختلفة وهو ما يدخل ضمن إختصاصات الإدارة الماليه .

٤- المرونة في تغيير خصائص السلعة :

الآلات والمعدات الرأسمالية - بعكس الحال بالنسبة لمعظم أنواع المواد الخام - يسهل تغيير بعض خصائصها لتتفق مع الرغبات الخاصة للمشتري . ولكن بالرغم من أن هذا العامل يميز عملية شراء الخلمات عن شراء الآلات الرأسمالية فإن الأمر يستلزم عدم المغالاه في تحديد خصائص معينة في الآلات المطلوب شرائها بحيث تجعلها تختلف كثيراً عن تلك المنتجه بواسطة المورد حالياً حيث أن الشركة المشتريه لابد وأن تتحمل في النهاية التكاليف الإضافيه الخاصه بتعديل المواصفات النمطيه إلى مواصفات خاصه بها . وهذا يستلزم النظر إلى قرار الشراء في هذه الحاله ليس من الجانب الهندسي فقط ولكن من الجانب الإقتصادي أيضاً وهو ما يستلزم إشترك الإدارة الماليه وإدارة المشتريات في قرار الشراء .

٥- الحاجة إلى الاحتفاظ بسجلات تفصيليه :

من الضروري الاحتفاظ بسجلات تفصيليه بالنسبه للآلات والمعدات المشتراه بعكس الحال بالنسبة لأصناف المشتريات الأخرى . وهذه السجلات تتضمن إسم المورد ونوع الآله والموديل وسنة الصنع وغيرها من البيانات . وهذه البيانات مهمه من عده نواحي ، فهي أولاً تستخدم في حالات شراء قطع الغيار وإحلال كنه محل الأخرى ، وكذلك في عمليات الصيانه والإصلاح ، وثانياً فهي تستخدم بواسطة الإدارة الماليه في

تحديد قسط الإستهلاك وأيضا في تحديد العائد على الإستثمارات في هذه الآلات . وتظهر أهمية هذا الموضوع بوجه خاص بالنسبة للشركات التى تستخدم أنواعا عديدة من الآلات والمعدات الرأسمالية التى تختلف من حيث النوع ومصدر الصنع وغير ذلك من العوامل التى تستلزم الاحتفاظ بسجلات تفصيلية بالنسبة لكل مجموعة على حده كما هو الحال بالنسبة لمجمع الحديد والصلب ووزارة الكهرباء وشركة مصر للغزل والنسيج بالمحلة الكبرى وغيرها من الجهات التى تتزايد فيها حجم الإستثمارات الرأسمالية والتى لا بد وأن يتوافر لديها بنك معلومات كامل Data Bank عن هذه الإستثمارات .

٦- ارتفاع قيمة أمر الشراء وعدم تكرار عملية الشراء خلال فترات قصيرة :

ترتفع تكلفة شراء الوحدة الواحدة من الآلات والمعدات عنها بالنسبة لتكلفه شراء الوحدة الواحدة من المواد الخام ومعدات التصنيع ، والسبب فى ذلك يرجع إلى زيادة تكلفة القوى العاملة فى الحالة الأولى عنها بالنسبة للحالة الثانية حيث يحتاج الأمر من المورد أن يتحمل مصروفات إختراع الآله الخاصه به أولا ، وثانيا مصروفات تصنيعها وبيعها ، وكل هذه المصروفات لا بد وأن يتحملها المشتري فى النهاية . ونتيجة لارتفاع تكلفة شراء الوحدة الواحدة من الآلات والمعدات ، لذلك فإن قرار الشراء يحتاج لعنابه خاصه حيث يؤثر على مركز الشركة المالى فى الأجل القصير والطويل .

أيضا فإن قرار الشراء لا يتكرر إلا خلال فترات زمنية متباعدة ، وهو ما يعنى بالنتيجة أنه يجب النظر إلى كل عملية شراء جديدة على أنها تمثل عملية قائمه بذاتها بالتالى فإن الأمر يستلزم تقييم كونه الجوانب الاقتصادية والفنية وغيرها ليس فى ضوء عمليات الشراء السابقه فقط ولكن فى ضوء الظروف الجديده والملازمات المحيطة بها .

٧- تأثير قرار الشراء على نظام الإنتاج وأنواع التجهيزات الرأسمالية الحالية :

غالباً ما يؤثر قرار شراء أنواع جديدة من الآلات والمعدات على التجهيزات الرأسمالية المستخدمة قبل تقرير عملية الشراء مثل آلات القوى المحركة وبعض آلات التشغيل ، بل وأحياناً أنواع الخامات المستخدمة . ولاشك أن هذه العوامل جميعاً لابد وأن تدرس وذلك قبل اتخاذ قرار الشراء حتى لا تشتري مجموعة من الآلات ثم تظل عاطلة نتيجة لعدم توافر النوع المناسب من آلات القوى المحركة لتشغيلها أو نتيجة لعدم توافر الخامات التي تتفق مع مواصفات هذه الآلات الجديدة .

هناك نقطة أخرى يجب الاهتمام بدراسة مقنناً مع المورد وذلك قبل إبرام التعاقد حيث تتمثل في أسعار قطع الغيار الخاصة بالآلات المزعم شرائها . السبب في ذلك يرجع إلى أنها تحتاج مبالغ طائلة قد تتساوى في الأجل الطويل مع ثمن شراء الآلة نفسها وهو ما يعنى أخذ هذا العامل في الاعتبار عند إجراء عملية المقارنة بين آله وأخرى .

٨ - الخدمة الفنية تعتبر من العوامل الهامة المؤثرة في قرار الشراء :

يحتاج المشتري إلى العديد من الخدمات التي يجب أن يؤديها المورد، حيث يستلزم الأمر تحديدها بشكل واضح في عقد الشراء، وهو ما يعنى تحديد أنواع الخدمات المقدمة بواسطة المورد وتكلفة كل منها ونصيب كل من المورد والمشتري من هذه التكاليف . وهذه الخدمات تتضمن خدمة تركيب الآلات installation وتجربتها قبل بدء التشغيل . وعادة ما يكون دور المورد في هذه الحالة هو مجرد توجيه وملاحظة الفنيين بالشركة المشتريه، وذلك أثناء قيامهم بعملية تركيب الآلات المشتراة ، وفي مثل هذه الحالة فإن الشركة المشتريه تتحمل تكاليف منخفضة نسبياً نظير عملية الإشراف من طرف المورد . أما في الحالات التي تكون فيها عملية تركيب وتجريبه الآلات مهمة من وجهه نظر المورد وذلك لتأثيرها المباشر على سمعته بالسوق فإنه قد يقوم بالكامل وذلك نظير تحمل الشركة المشتريه بهذه التكاليف إما بالكامل أو بجزء منها طبعاً . لظروف الموقف .

من الخدمات الهامة التي يجب الاتفاق عليها أيضا هي خدمة تدريب العاملين بالشركة المشتريه على كيفية تشغيل الآلات ، وغالبا ما يتحمل المورد بهذه التكاليف وخاصة في حالات التدريب التي لاحتاج لفترات زمنية طويلة . هناك خدمة الصيانة والتي يستلزم الأمر الاتفاق عليها مع المورد، وهنا يجب أن نفرق بين نوعين من خدمة الصيانة . النوع الأول يتمثل في خدمة الصيانة التي تقدم خلال فترة ضمان الآلة Gourantee Period وهذه يتحملها المورد بالكامل وتلك التي تقدم بعد انتهاء فترة الضمان ، وهذه يتحملها المشتري بطريقه أو بأخرى ، ويستلزم الأمر بالتالي تحديدها والاتفاق عليها مقدما مع المورد .

أجراءات شراء الآلات والمعدات الرأسمالية : Procedures

هناك مجموعة من الخطوات أو الإجراءات التي تمر بها عملية شراء الآلات والمعدات . وبطبيعة الحال فإن هذه الخطوات تختلف من شركة لأخرى نتيجة لاختلاف دور الإدارات المختلفة فيما يتعلق بتحديد نوع وعدد الآلات المطلوبه وحجم الأموال المتاحة للاستثمار في الآلات وغير ذلك من العوامل، وهذا يعني أن إجراءات الشراء التالية تمثل الخطوط العامة ومن المحتمل أن تختلف من شركة لأخرى .

١- تحديد الحاجة لشراء الآلات Needs

تحديد الحاجة لشراء الآلات تستلزم دراسة الطرق الحالية لأداء مختلف العمليات الصناعية وتحديد البدائل الأخرى المتاحة للأداء وأثر كل منها على التكلفة النهائية وأنواع الآلات التي يمكن إستخدامها في تنفيذ العمليات المقترحة، وأثر كل منها على التكاليف والعائد المتوقع الحصول عليه . والحاجة لشراء الآلات تبدأ أساسا من أقسام الإنتاج بالشركة ، ومع ذلك فإن عملية تقييم ما إذا كانت هناك حاجة حقيقية لشراء الآلات أم لا وأثر ذلك على العائد الصافي للشركة في المستقبل تستلزم إشترك الإدارات المختلفة مثل الإدارة المالية وغيرها .

ودور إدارة المشتريات خلال هذه المرحلة يتمثل في توفير المعلومات المطلوبة للأقسام المشتركة في عملية التقييم وذلك حتى تتخذ قرارها على أساس سليم، وهو منبغى إمداد هذه الأقسام بمعلومات عن أنواع الآلات والمعدات المتاحة بالسوق وتكاليف ومواعيد التسليم المتوقعه وغير ذلك من المعلومات ويكون دور الإدارة المالي هو دراسة الجدوى الماليه للإستثمار في الآلات الجديده، ودور إدارة الإنتاج أو الإدارات الأخرى التي ستقوم باستخدام الآلات هو دراسة الجدوى الفنيه لها .

٢- تحديد المواصفات :

بعد تحديد الحاجة لشراء بعض الآلات لأداء بعض العمليات الصناعية المطلوبة تأتي عملية تحديد المواصفات specifications وفي هذا المجال فانه توجد هناك ثلاثه مجالات لأختيار من بينها . أولها : تتمثل في شراء آلات عامه common أي ليست ذات مواصفات خاصه تختلف عن تلك المستخدمه بواسطه الشركات الأخرى وفي مثل هذه الحالة فانه نظرا لأن هذه الآلات لاحتياج إلى مجهودات إضافيه من المورد لتعديلها ، لذلك فانه يمكن للشركة الحصول على مثل هذا النوع بأسعار معقوله نسبيا إذا ماقورنت بأسعار الآلات التي تصنع خصيصا لمقابله حاجة الشركة المشترية . أيضا يمكن للشركة المشترية في هذه الحالة ان تحصل على مثل هذا النوع من الآلات بسرعة دون إنتظار لفترة طويله حتى يقوم المورد بتصنيعها حيث عادة ما يقوم المورد بإنتاج مثل هذا النوع من الآلات مقدما ويقوم بتخزينه لفترة معينه حتى يطلب بواسطه أحد المشترين .

هناك نوع آخر من الآلات يحتاج إلى تعديلات بسيطه بالنسبه للآلات النمطيه وذلك حتى يتفق مع رغبات المشترى ، وفي مثل هذه الحالة لابد من الإتفاق مقدما على هذه التعديلات وتحديد تكلفتها وذلك حتى لا يحدث خلاف أثناء عمليه التوريد الفعلي .

وأخيرا هناك نوع ثالث من الآلات يصنع بالكامل لكي يتفق مع بعض الحاجات الخاصه بالمشرى ، ويستلزم الأمر في مثل هذه الحالة تحديد المواصفات المطلوبه بدقة ووضوح ، ومناقشته كافة الجوانب المتعلقة بالتصميم الفني مع المورد فإذا لم يتوافر لدى الشركة المشترية الخبرات الهندسيه القادره على تحديد هذه المواصفات بالدقه المطلوبه يمكنها في مثل هذه الحالة الاعتماد على بعض الموردين الموثوق في كفاءتهم للقيام بهذه المهمه . وعلاه ما يتم ذلك باختيار مورد وحيد وإسناد العمليه له بالكامل وذلك بدلا من الاعتماد على المناقصات العامه التي قد لا تتفق مع هذا النوع من الآلات .

٣- التفاوض : Negotiation

خلال هذه المرحلة تكون المواصفات المطلوبة في الآلة الجديد قد تم تحديدها بدقة وتكون إدارة المشتريات قد جهزت قائمه بأسماء الموردين الذين يمكن الاعتماد عليهم حيث تتطلب من كل منهم أن يقدم العطاء الخاص به وذلك بعد الحصول على قائمه بالمواصفات المطلوبة (عادة ما يتم ذلك بالتنسيق للآلات النمطية وتلك التي تحتاج إلى تعديلات بسيطة في المواصفات النمطية) . وهناك نقطة هامة يجب التأكد منها خلال هذه المرحلة حيث تتمثل في قدره المورد على تسليم الآلات المطلوبة في الموعد المتفق عليه ويتم ذلك عن طريق جمع البيانات الكافية عن إمكانيات كل مورد وعلاقته مع عملائه، على أن يدعم ذلك بالنص على موعد محدد للتسليم في عقد الشراء وتحديد غرامه ماليه في حالة تأخر موعد التسليم عن الموعد المتفق عليه .

٣- إعداد أمر الشراء : Ordering

بعد الاتفاق على مورد معين يستلزم الأمر من إدارة المشتريات أن تناقشه في كافة جوانب عملية التوريد ، على سبيل المثال يجب الاتفاق على طريقة الدفع، وهل سوف تتم نقداً أم بالأجل، وإذا كانت بالأجل فما هي مهلة الدفع المسموح بها وكذلك يجب الاتفاق على وسيلة النقل ونوع العبوة حيث قد تفضل إدارة المشتريات أخذ إحتياطات معينة أثناء عملياته التنبيه والشحن للمحافظة على السلعة، وكل هذه العوامل يجب الاتفاق عليها مع المورد .

٥- المتابعة : Follow - up

نظرا لأن الفترة مابين الاتفاق مع المورد على الشراء ومابين إستلام الآلات تطول عادة بالتنسيق للآلات والمعدات الرأسمالية لذلك فإن قيام إدارة المشتريات بمتابعة تنفيذ المورد لتعهداته تعتبر عملية مهمة في هذه الحالة . وبالتنسيق لبعض الآلات ذات المواصفات الخاصة فإن الأمر يستلزم الاتفاق على مواصفات الأجزاء المختلفة للآلة وذلك قبل بدأ عملية التصنيع بواسطة المورد ، وهو ما يعنى ضرورة الاتصال المستمر ما بين إدارة المشتريات والمورد وذلك لمعرفة وجهه نظره في هذا المجال وإبلاغها للأقسام الطالية مثل قسم الإنتاج .

يستلزم الأمر أيضا خلال هذه المرحلة الاتفاق مقدما على مراحل تنفيذ أمر الشراء فيما يتعلق بالأجزاء المطلوب تصنيعها والوقت المطلوب للأنهاء من كل جزء وهذا عامل مهم حيث يتيح لإدارة المشتريات أن تتابع مراحل التنفيذ المختلفة ومدى التزام المورد بالمواعيد المتفق عليها ، وذلك بدلا من الانتظار حتى يحل موعد التسليم ثم تجد أن المورد لأمر أو لأخر لم ينفذ تعهده .

المقارنة بين الإستثمار في الآلات الجديدة أو المستعملة :

ليس من الضروري أن تقوم الشركة بشراء آلات جديدة حيث قد يفضل البعض منها الإعتماد على الآلات المستخدمة والتي ترغب بعض الشركات الأخرى في التخلص منها ، وعموما فإن قرار الشراء في هذه الحالة يعتمد على ظروف الإنتاج والظروف المالية الخاصة بالشركة المشترية ومزايا وعيوب كل بديل من بين هذين البديلين وهي التي ستناقش فيما يلي :

العوامل التي تدفع لإستثمار في الآلات الجديدة :

هناك مجموعة من العوامل قد تدفع الشركة على تفضيل الآلات الجديدة على القديمة حيث تتمثل في الآتي :

١ - العمر الإنتاجي :

زيادة العمر الإنتاجي للآلات الجديدة عن الآلات المستعملة ، وهو ما يعنى الإستفادة منها في عمليات الإنتاج لعدد أكبر من السنوات القادمة . ويظهر هذا العامل بوجه خاص بالنسبة لبعض أنواع المعدات مثل الروافع ومعدات البناء حيث أن شراءها مستخدمة يعنى عدم الإستفادة منها إلا لعدد محدود من السنوات ففى المستقبل ، فإذا وضعنا فى الاعتبار أن العمر الإنتاجي لمثل هذا النوع من المعدات قصير نتيجة لظروف الاستخدام إتضح لنا أن بعض الشركات قد تفضل شراءها جديدة .

٢- الرغبة في توحيد العمر الإنتاجي لجميع الآلات :

قد تكون الشركة قد انتهت لتوها من تجهيز بعض الأقسام الإنتاجية بالآلات والمعدات الجديدة ولذلك يصبح من غير المنطقي شراء آلات مستعملة واستخدامها في عمليات الإنتاج مع الآلات الجديدة حيث قد تتفاوت الكفاءة الإنتاجية لكلا النوعين في المستقبل بحيث يترتب على ذلك وجود بعض الاختلافات في العملية الإنتاجية وقد يترتب على ذلك تعطل الآلات الجديدة أو عدم تشغيلها بكامل طاقتها .

٣- الرغبة في الاستفادة من التطور التكنولوجي في تصنيع الآلات :

هناك منافسة حادة بين المنتجين للآلات والمعدات في تقديم تصميمات جديدة باستمرار أكثر إنتاجية وأقل من حيث تكلفة التشغيل، وقادروا على تنفيذ عمليات صناعية جديدة لتزويدها بالآلات الحالية نتيجة لذلك فقد تفضل بعض الشركات الاستفادة من هذه المزايا وذلك عن طريق شراء الآلات الجديدة .

٤- تخفيض تكلفة الصيانة :

هذا العامل أخذ يزداد في أهميته خلال السنوات الأخيرة وذلك لارتفاع أجور العمالة الماهرة، ونتيجة الرغبة في تخفيض وقت العطل في الآلات لما لذلك من آثار ضارة على معدلات تشغيل الطاقة الإنتاجية .

وبطبيعة الحال فإن تكلفة الصيانة بالنسبة للآلات الجديدة لابد وأن تكون أقل من تلك الخاصة بالآلات القديمة ، ولذلك فإن بعض الشركات قد تفضل شرائها نتيجة لهذا العامل يضاف لما سبق الآلات الجديدة لاحتياج إلى استثمارات كبيرة في قطع الغيار المخزونه وهو ما يعنى انخفاض تكلفة تخزين قطع غيارها إذا ما قورنت بالآلات المستخدمة .

٥- القدرة على مقارنة العطاءات المقدمة بدقة أكثر .

في حالة شراء آلات جديدة فإن الشركة المشترية تطلب من الموردين الذين تتوفر لديهم القدرة على إمدادها بالآلات المطلوبة أن يقدموا عطاءاتهم ، وفي مثل هذه الحالة يكون من السهل أن نقارن بين مختلف العطاءات ونختار أنسبها ، بينما قد يصعب ذلك بالنسبة للآلات المستعملة حيث من النادر أن تتشابه الآلات المقدمة في العطاءات من حيث سنوات التشغيل السابقة ونوع التصميم وكفاءة التشغيل وبالتالي قد لايسهل الاختيار فيما بينها .

٦- الرغبة في تصميم آلات خاصة لتتفق مع إحتياجات الشركة :

سبق أن ذكرنا أن هناك بعض الشركات التي تفضل تصميم نوع من الآلات يتفق مع إحتياجاتها وفي مثل هذه الحالة لا يكون أمامها إلا شراء الآلات الجديدة .

العوامل التي تدفع للاستثمار في الآلات المستخدمة :

هناك مجموعه من العوامل تضع الآلات المستعملة في موقف أفضل من الآلات الجديدة تتمثل في الآتي :

١- إنخفاض سعر الشراء :

السعر يعتبر عامل هام في تفضيل بديل معين على غيره من البدائل وخاصة بالنسبة للشركات ذات المركز المالي الضعيف . وبالرغم من أن السعر أو تكلفة الشراء هي عامل نسبي أي يجب مقلته في ضوء مجموعة من العوامل الأخرى مثل كفاءه

التشغيل والعمر الإنتاجي وغيرها ، إلا أن الظروف الماليه للشركة قد تحتم عليها إعطائه أهمية خاصة . وفي أحيان معينة قد تكون الشركة المشترية في حاجة لبعض الآلات لتنفيذ مشروع بعينه مثل بناء سد أو شق طريق أو غير ذلك وهي إذا قامت بمقارنته للحصول في المناقصة لتنفيذ المشروع المطلوب والإعتماد على بعض الآلات المستخدمة قد يتضح لها أن العائد الذي سوف تحصل عليه يفوق كثيرا الأموال المطلوب دفعها للحصول على الآلات المستعملة ، وقد يدفعها ذلك بالتالي لشراء مثل هذا النوع من الآلات .

٢- سرعه الحصول على الآلات :

بطبيعة الحال فإن الآلات المستعملة يسهل الحصول عليها خلال فترة زمنية وجيزة يعكس الحال بالنسبة للآلات الجديدة والتي قد لا تكون متوافره بمخازن المورد وتحتاج بالتالي فترة طويلة نسبيا لتصنيعها . ويظهر هذا العامل بوجه خاص في حاله بعض الشركات التي توجد لديها بعض أقسام الإنتاج العاطله نتيجة لتقدم آلاتها وعدم توقعها هذا العطل الذي قد يحدث بشكل مفاجئ لأي سبب من الأسباب وفي مثل هذه الحالة فإن تكلفه بقاء إحدى أقسام الإنتاج عاطله في انتظار قيام المورد بتصنيع بعض الآلات الجديده لحساب الشركة قد تفوق العائد المتوقع الحصول عليه من وراء تفضيل الآلات الجديدة على الآلات المستعملة ، ولايصح أمام الشركة في مثل هذه الحالة الا أن تشتري بعض الآلات المستخدمة وذلك حتى تضمن سرعه التسليم وعدم تعطل أحد أقسامها .

٣- التصميم الخاص بالآلات المستخدمة حاليا :

في أحيان معينة قد تكون إحدى الشركات قد سبق لها شراء آلاتها خلال سنوات طويلة سابقة ثم حدث عطل بالنسبة لبعض هذه الآلات بحيث قد تفضل الشركة شراء آلات من نفس النوع نتيجة لعوامل فنيه أو إنتاجيه فإذا ذهبت إلى سوق الآلات الجديده فقد يتضح لها أن التصميمات الحديثه تختلف عن التصميمات الخاصه بالآلات المتوافره لديها وهي في مثل هذه الحالة قد تفضل التجوء إلى سوق الآلات المستخدمة لعلها تجد بعضها من نفس نوع الآلات التي تستخدمها حاليا .

٤- القدرة على فحص الآله قبل الشراء :

وبالنسبة للآلات القديمة فإن المشتري يستطيع أن يختبرها بنفسه بعكس الحال بالنسبة للآلات الجديدة التي تصنع خصيصا لمقابلة رغبات المشتري حيث لا يمكن الحكم عليها إلا بعد الإستلام الفطري حيث قد تتضح بعض الأخطاء في التصميم وقد تضطر الشركة المشترية لتجارتها مجبرة وذلك لتوفير الوقت المطلوب للبحث عن مورد جديد .

المقارنة بين الشراء والأستجار للآلات : Purchasing or Leasing :

في حالات معينة قد يفضل المشتري أن يؤجر بعض الآلات بدلا من شرائها وهو في سبيل ذلك من الضروري أن يقوم بتحليل العائد الاقتصادي الذي سوف يعود عليه في كل حالة على أن يأخذ في الاعتبار الظروف المالية الخاصة به ، وطبيعة العمليات الصناعية المطلوب شراء أو تأجير الآلات من أجل القيام بها ، وهل هي تتميز بالاستمرارية أم أنها مجرد عمليات طارئة وغير ذلك من العوامل التي تتعرض لها باختصار فيما يلي :

الأسباب التي تدعو للاستئجار :

من الأسباب الرئيسية التي تدفع إلى تأجير الآلات بدلا من شرائها هي طبيعة العمليات الصناعية فالعمليات الصناعية العرضية أو الغير مستمرة طوال حياة المشروع من الممكن تأجير بعض الآلات للقيام بها وذلك بدلا من شراء بعض الآلات وتركها عاطلة بعد الإنتهاء من تنفيذ العمليات الصناعية المطلوبة . على سبيل المثال فقد تستلزم طبيعة بعض عقود البناء من إحدى الشركات أن تقوم ببناء مبنى يعلو فوق ثلاثون طابقا مثلا وهي تعلم أن مثل هذا النوع من المباني عرض وانه قد لا يتكرر إلا بعد عدد طويل من السنوات في المستقبل لذلك فهي قد تزجر بعض المواقع لنقل مواد البناء للطوابق العليا وذلك بدلا من شرائها .

ومن الأسباب الأخرى التى تدعو إلى التأجير ظهور عطل فى بعض الآلات الحديثة ، ونتيجة لذلك فإنه بدلا من ترك المصنع معطل حتى يتم إصلاح هذه الآلات فقد تفرم الشركة بتأجير بعض الآلات طوال فترة الإصلاح .

أيضا فقد يكون تأجير الآلات هو البديل الوحيد المتاح أمام إدارة الشركة وذلك فى حالة وجود بعض الآلات التى تؤدى بعض العمليات الصناعية المتميزة والتى لا توجد آله أخرى يمكن أن تقوم بأدائها وحيث يشترط المورد التأجير بدلا من بيع الآله وذلك حتى تتوفر له درجة أكبر من الرقابة على استخدام الآله ويعمل على حمايتها من التقليد ورغبة أيضا فى الحصول على دخل أكبر فى الأجل الطويل وفى نفس الوقت فقد تتميز بإيراع معيئة من الآلات مثل آلات غرض البيانات وإسترجاعها وبعض أنواع الحاسبات الآلية بالتغير المستمر فى تصميمها وفى وظائفها وذلك نتيجة للمنافسة الحادة ما بين الشركات المنتجة وقد يرغب المشتري فى استخدام مثل هذا النوع من الآلات ولكنه يخشى أن يشتري آله جديدة اليوم ثم يجدها قد أصبحت متقادمة خلال شهور معدودة ، ولذلك فهو يفضل الإلتحاق مع المورد على التأجير حيث يعطيه ذلك الفرصة للحصول على التصميمات الحديثة من هذا النوع من الآلات باستمرار .

وأيضا فقد تفضل عملية التأجير على الشراء وذلك بالنسبة لبعض أنواع الآلات التى تحتاج خبرات خاصة بالنسبة لعمليات الصيانه والإصلاح التى قد لا تكون متوافره لدى المشتري ، ولذلك فهو قد يفضل أن يلقى هذا العبء على الشركة المنتجة . على سبيل المثال فقد تكون تكلفه إيجار بعض المصاعد الكهربائية أقل من تكاليف صيانتها وشراء قطع الغيار الخاصة بها ولذلك قد يفضل للمشتري الإيجار على الشراء فى مثل هذه الحالة . على سبيل المثال لقد أعدت بعض الدراسات على عينه من المصاعد الكهربائيه فوجد أنها طوال عمرها الإنتاجي الذى قدر فى هذه الحالة بخمسة أعوام حيث تستخدم بالنسبة لبعض ناطحات السحاب بنويويورك أو ١٠,٠٠٠ ساعة عمل والتي تعادل قطع مسافه ٣٥٠,٠٠٠ ميل بالمسياره نتيجة لقطع المصاعد لهذه المسافه فى المتوسط لذلك فهي تحتاج إلى عمليات صيانه وإصلاح مستمره ، ولقد حسبت عدد ساعات العطل بفرض الإصلاح فوجد أنها تصل إلى ٩٠٠ ساعة أو ٢٢ أسبوع طوال عمرها الإنتاجي ، وبأخذ ذلك فى الاعتبار وكذلك تكلفه قطع الغيار وأجور عمال الصيانه وجد أن تكلفه الصيانه وصلت إلى ٩٠ % من السعر الخاص بشراء المصعد^(١) ، وهو ما يضى لأن المصعد يكلف الشركة مثل ثمنه تقريبا فى شكل صيانه وإصلاح .

وهناك عامل اقتصادى آخر يتمثل فى أن إيجار الآلات وخاصة تلك المرتفعة القيمة يخصم من مجمل الربح وذلك قبل الوصول إلى صافى الربح ولذلك فهو يقدم غطاء ضد الضرائب أى أنه إذا لم يكن هذا المبلغ قد تم خصمه من مجمل الربح لادى ذلك إلى دفع ضرائب أكثر . وبطبيعته الحال فإن قسط الاستهلاك على الآلات المملوكة يقدم هو الآخر غطاء ضد الضرائب ولكن معدلات الاستهلاك محدده بواسطة النظام المحاسبى الموحد بحيث قد يعتقد المشتري أن قسط الاستهلاك لا يقدم غطاء كاف ضد الضرائب . ولعل هذه النقطة يجب الاهتمام بها وذلك داخل الوطن حيث قد تقوم الشركة الأم الموجوده بالخارج بتحميل الشركة الفرعه الموجوده بالدخل بإيجارات مرتفعه لبعض الآلات التى تم تصنيعها بواسطة الشركة الأم كوسيله لتخفيض حجم الضرائب المطلوب دفعها لتحويل مبالغ ماليه للخارج دون وجه حق . ونفس الشيء يمكن أن يقال بالنسبه لأسعار بعض أنواع الخدمات أو الأجزاء التى تصنع بواسطة الشركة الأم حيث قد تتحمل الشركة الفرعه بأسعار أعلى من الأسعار العادله من أجل نفس الغرض وبطبيعته الحال فإن تحليلنا هذا لا يعنى أن جميع الشركات الأجنبية تلجأ لهذا الأسلوب وهو لا يفتى أيضاً أنه من الضروري أن تحصل هذه الشركات على حجم معين من الأرباح السنويه التى تتغير بتغير علائجه تكاليف الطرفين وإلا فلماذا تستثمر أموالها فى الخارج وتتحمل المخاطر إذا لم تكن قادره على الحصول على العائد المناسب على استثماراتها .

ومن العوامل الاقتصادية التى قد تجعل الشركة تلجأ إلى التأجير بدلا من الشراء هو أن المركز المالى لها قد لا يسمح بتوفير حجم النقدية المطلوبه للشراء ولذلك فهي تلجأ إلى التأجير حيث يكون المطلوب هو دفع قسط الإيجار فقط وهو قد يكون منخفض للغاية إذا ما قورن بالمبلغ النقدى الواجب دفعه من أجل الشراء . أيضا فقد تكون أمام الشركة فرصه للتوسع فى عمليات الإنتاج ولكنها غير متأكده من حجم الطلب على منتجاتها ولذلك فهي قد تلجأ للإيجار خلال الأجل القصير فإذا وجدت أن هناك إستقرار فى حجم الطلب على منتجاتها طوال فترة زمنيّه معقوله، فقد تقوم بشراء هذه الآلات فيما بعد .

العوامل التي تحد من الاستئجار : Limitations of Leasing :

من العوامل التي تحد من الإيجار هي أن المبالغ المطلوب دفعها كأيجار قد تكون أكثر بكثير في الأجل الطويل من المبلغ المطلوب دفعه لشراء الآلة . والسبب من وراء ذلك هو أن الشركة المنتجة ترغب في الحصول على عائد مناسب يكفل لها ليس فقط تعويض تكلفه الصنع الخاصة بالآلات ولكن أيضا تعويض المخاطر **Risks** التي تنجم عن إمتلاك الآلة بواسطة الشركة المنتجة وإحتمال ظهور بعض الاختراعات الجديدة التي تجعل هذه الآلة متفاديه أيضا فإن عقد الإيجار يعطى المورد الحق في التفتيش على الآلات وذلك من أجل الصيئة أو الإصلاح ، وهو في سبيل ذلك يتعرف على بعض الأسرار الخاصة بالمنتجات المصنعة بواسطة الشركة المشتريه وقد لا يرغب هذه الشركة الأخيره في إطلاع الغير على أسرارها .

من العوامل التي يجب أخذها في الاعتبار أن الآلات المؤجرة قد تحتاج لنوع معين من الخدمات بحيث قد يشترط البائع على الشركة المشتريه أن تشتري كمينه معينه سنويا من هذه الخدمات بأسعار أعلى من الأسعار المعروضة بالسوق ولذلك يجب الاهتمام بهذه النقطة وذلك عند المقارنة بين الشراء أو التأجير .

أساليب تقويم بدائل الاستثمار في الآلات :

هناك أكثر من أسلوب لتقييم بدائل الآلات المعروضة على الشركة نتناولها فيما يلي :

أولا : فترة الاسترداد :

توضح الفترة الزمنية التي بنهايتها تسترد الشركة الأموال المستثمرة في الآلة . وهي بذلك تقيس تأثير العنصر الزمني على قرار الاستثمار في الآلات .

مثال :

تفكر إحدى الشركات شراء آلة جديدة تصل تكلفتها الاستثمارية إلى ٢٠.٠٠٠ جنيه وكانت أمامها العروض التالية حيث يوضح أمام كل منها التدفقات النقدية المتوقعة والمطلوب تقييم هذه العروض واختيار أفضلها :

السنة الأولى	السنة الثانية	السنة الثالثة	السنة الرابعة	السنة الخامسة	
جنيه	جنيه	جنيه	جنيه	جنيه	آلة أ
٤.٠٠٠	٥.٠٠٠	٦.٠٠٠	٥.٠٠٠	-	آلة ب
٨.٠٠٠	٥.٠٠٠	٤.٠٠٠	٣.٠٠٠	٢.٠٠٠	آلة ج
٢.٠٠٠	٣.٠٠٠	٥.٠٠٠	٤.٠٠٠	٦.٠٠٠	

الآلة (أ) فترة الاسترداد هي :

السنة المبلغ المتبقى من رأس المال

الأولى	٢.٠٠٠ - ٤.٠٠٠ = ١٦.٠٠٠ جنيه
الثانية	١٦.٠٠٠ - ٥.٠٠٠ = ١١.٠٠٠ جنيه
الثالثة	١١.٠٠٠ - ٦.٠٠٠ = ٥.٠٠٠ جنيه
الرابعة	٥.٠٠٠ - ٥.٠٠٠ = صفر

أي أن فترة الاسترداد هي أربع سنوات

^(١) نفرضنا في هذا المثال تساوى طابع المطلوب استثمارها في الآلات الثلاث للتبسيط، ولكن في الواقع العمل يختلف هذه المبالغ من آلة لأخرى

الآله (ب) :

السنة	المبلغ المتبقى من رأس المال
الأولى	٢٠٠٠ - ٨٠٠٠ = ١٢٠٠٠ جنيه
الثانية	١٢٠٠٠ - ٥٠٠٠ = ٧٠٠٠ جنيه
الثالثة	٧٠٠٠ - ٤٠٠٠ = ٣٠٠٠ جنيه
الرابعة	٣٠٠٠ - ٣٠٠٠ = صفر
الخامسة	٢٠٠٠ - صفر = ٢٠٠٠ فائض

أى أن فترة الاسترداد هى أربع سنوات كما هو الحال بالنسبة للآله الأولى ولكن هناك فائض ٢٠٠٠ ج يتحقق للشركة بعد انقضاء فترة الاسترداد .

الآله (ج) :

الآله	المبلغ المتبقى من رأس المال
الأولى	٢٠٠٠ - ٢٠٠٠ = ١٨٠٠٠ جنيه
الثانية	١٨٠٠٠ - ٣٠٠٠ = ١٥٠٠٠ جنيه
الثالثة	١٥٠٠٠ - ٥٠٠٠ = ١٠٠٠٠ جنيه
الرابعة	١٠٠٠٠ - ٤٠٠٠ = ٦٠٠٠ جنيه
الخامسة	٦٠٠٠ - ٦٠٠٠ = صفر

أى أن فترة الاسترداد هى خمس سنوات .

ومن الواضح أن الآله (أ) تتساوى مع الآله (ب) من حيث فترة الاسترداد ثم تنأى بعدهما الآله (جـ) ولكن لكون الآله " ب " تترك فائض قدره ٢٠٠٠ ج بعد استرداد الأموال المستثمرة فيها لذلك فهى تتفوق على الآله " أ " .

وتمتاز هذه الطريقة بمسؤوليتها وبأنها تعطي مؤشرات للإدارة تتعلق بالوقت حيث تهتك الشركة بالحصول على الألة ذات فترة الاسترداد الصغيرة وخاصة في حالة زياده معدلات المخاطر الماليه الناجمه عن تقادم الآلات ولكن يعيبها الآتسى :

١- تتجاهل هذه الطريقة القيمة الحاليه للنقود حيث نجد أنه بالرغم من تساوى فترة الاسترداد بالنسبة للأله (أ) و (ب) إلا أن الأله (ب) أفضل حيث تحقق دخل نقدي أكثر خلال السنوات الأولى من عمرها الإنتاجي فهي تحقق ٨٠٠٠ جنيه بالمقارنه بملغ ٤٠٠٠ جنيه بالنسبة للأله (أ) خلال السنه الأولى ثم تتساوى معها في السنه الثانيه ولأنك أنه بمعيار القيمة الحاليه للنقود التي ستشرح فيما بعد يكون الاختيار من نصيب الأله (ب)

٢- تتجاهل هذه الطريقة المبالغ النقدية التي تحققها الأله بعد فترة الاسترداد حيث نجد أن الأله (ب) تترك فائض مقداره ٢٠٠٠ جنيه بعد إسترداد الأموال المستثمره فيها بعكس الحال بالنسبة للأله (أ) والآله (ج) اللتان لا تتركان أى فائض .

أسلوب آخر لحساب فترة الاسترداد :

هناك أسلوب آخر يطبق في حالة ما إذا كانت التدفقات النقدية الناتجه عن الاستثمار في الآلات متساويه طوال العمر الإنتاجي لها حيث تستخدم المعادله البسيطه التاليه في حساب فترة الاسترداد :

$$\text{فترة الاسترداد} = \frac{\text{الأموال المطلوب استثمارها في الأله}}{\text{التدفق النقدي السنوي من وراء استخدام الأله}}$$

مثال :

نفترض أنه معروض على الشركة شراء بعض الآلات بتكلفه استثماريه تصل الى ٤٠,٠٠٠ ج وهناك تدفق نقدي سيتمحق نتيجة إستخدامها مقداره ٨٠٠٠ ج طوال عمرها الإنتاجي فما هي فترة الاسترداد ؟

الحل :

$$\text{فترة الاسترداد تساوي} = \frac{40,000}{8,000} = 5 \text{ سنوات}$$

وفي حالة عدم إنتظار التدفقات النقدية الناتجة عن استخدام الآله يصعب استخدام هذه المعادلة ولا يكون أمامنا الا استخدام أسلوب طرح التدفقات النقدية من المبالغ المطلوب استثمارها في الآله للتوصل لفترة الاسترداد .

وهناك نقطة أخرى هي أن فترة الاسترداد تقيس العلاقة بين التدفق النقدي السنوي وبين المبالغ المطلوب استثمارها في الآله . والتدفق النقدي وليس هو صافي الربح ، ولكنه عبارة عن صافي الربح قسط الاستهلاك السنوي للآله .

ثانياً: متوسط العائد البسيط على رأس المال . Averag Rate of Return.

يقوم هذا الأسلوب على أساس استخدام مبادئ المحاسبة العادية في تقدير حجم الأرباح المتوقعة من وراء كل بديل وكذلك حجم رأس المال المطلوب استثماره في كل منها .

وهذه الطريقة تخصم كافة المصروفات التي تتعلق بكل بديل من صافي الربح بما في ذلك الإستهلاك بالرغم من أنه مجرد قيد محاسبي لا يترتب عليه خروج نقدي من الشركة ، أي أنها تهتم بالربحية بغناها المحاسبي وليس النقدي وتخصم أيضاً الضرائب المستحقة من وراء استخدام الآله في توليد الدخل .

ويحسب العائد المتوسط على أساس قسمة صافي الربح المتوقع طوال العمر الإنتاجي لكل آله بعد الضرائب على متوسط رأس المال المستثمر الذي يساوي المبالغ المستثمرة في كل آله في السنة الأولى + المبالغ المستثمرة فيها في السنة الثانية + السنة الثالثة وهكذا حتى السنة مقسومة على العمر الافتراضي للآله وبعد حساب متوسط المبلغ المطلوب استثماره في الآله نجمع هذا المبلغ على ثمن بيعها خرده في حساب نهايه عمرها الإنتاجي ونقسم الناتج على ٢ حيث يتضح ذلك من المثال التالي :

مثال :

تحتاج إحدى الشركات لشراء آلة جديدة قدم لها ثلاثة عروض كالآتي :

العرض الأول	العرض الثاني	العرض الثالث
متوسط المبلغ المطلوب إستثماره في الآلة طوال عمرها الإنتاجي	٢٠٠,٠٠٠	٢٠٠,٠٠٠
متوسط العائد السنوي	٨,٠٠٠	٧,٠٠٠
سعر بيع الآلة خرده في نهاية المدة	٢,٠٠٠	٣,٠٠٠
	٤,٠٠٠	٥,٠٠٠

فالمطلوب إختيار أفضل العروض

الحل :

العرض الأول :

متوسط العائد (صافي الربح بعد الضرائب) ٨,٠٠٠ جنيه سنويا

$$\text{متوسط حجم الاستثمار} = \frac{٢٠٠,٠٠٠ + ٢,٠٠٠}{٢} = ١٠١,٠٠٠ \text{ جنيه}$$

في الآلة وسعر بيعها خرده

$$\text{متوسط العائد على الاستثمار} = \frac{٨,٠٠٠}{١٠١,٠٠٠} = ٧,٩\%$$

العرض الثاني :

متوسط العائد = ٧٠٠٠ جنيه

$$\text{متوسط حجم الاستثمار} = \frac{٣٠٠٠ + ٢٠٠,٠٠٠}{٢} = ١٠١,٥٠٠ \text{ جنيه}$$

طوال العمر الانتاجي
وسعر بيعها خردة

$$\text{متوسط العائد على الاستثمار} = \frac{٧٠٠٠}{١٠١,٥٠٠} = ٦,٨\%$$

العرض الثالث :

متوسط العائد = ٤٠٠٠ جنيه

$$\text{متوسط حجم الاستثمار} = \frac{٥٠٠٠ + ٢٠٠,٠٠٠}{٢} = ١٠٢,٥٠٠ \text{ جنيه}$$

طوال العمر الانتاجي
وسعر بيعها خردة

$$\text{متوسط العائد على الاستثمار} = \frac{٤٠٠٠}{١٠٢,٥٠٠} = ٣,٩\%$$

ومن الواضح أن العرض الأول هو أفضل العروض حيث يحقق ٧,٨ % عائدًا على الاستثمار يليه العرض الثاني الذي يحقق ٦,٨ % ثم العرض الثالث الذي يحقق ٣,٩ % وتعرض هذه الطريقة لأوجه النقص التالية :

١- تتجاهل القيمة الحالية للنقد حيث يتضح أن العائد السنوي لتعرض الأول في المتوسط هو ٨٠٠٠ جنيه بينما العرض الثاني ٧٠٠٠ جنيه وهو ما يعنى أن الآلة الأولى تعطى عائدًا أفضل من حيث أنها توفر مبالغ نقدية أكثر في الحال ومع ذلك فإنه طبقًا لمتوسط العائد السنوي فإن الفرق بينهما ليس كبيرًا بعكس الحال لو أنه أخذت القيمة الحالية للنقد في الاعتبار كما سيتضح فيما بعد .

٢- تعتمد هذه الطريقة في حساب العائد السنوي على الأساس المحاسبي ولذلك فإن الإستهلاك يخصم من مجمل الربح بينما هو مجرد قيد محاسبي ولا يترتب عليه خروج نقدي.

ثالثًا : أسلوب صافي القيمة الحالية للتكاليف والدخل :

تأخذ هذه الطريقة قيمة النقد في الاعتبار حيث أن قيمة الجنيه اليوم أكبر من قيمته في الغد . وبالنسبة لاستخدام هذه الطريقة في تقييم شراء الآلات يجب التفرقة بين حساب القيمة الحالية للتكلفة وطريقة القيمة الحالية للدخل المتوقع .

(أ) القيمة الحالية لإجمالي التكاليف :

وتعتمد هذه الطريقة على أساس أخذ القيمة الحالية للنقد في الاعتبار وذلك بالنسبة للمبالغ المطلوب استثمارها في الآلات وكذلك تكاليف التشغيل السنوية وقيمة تصفيه الآلة كخردة . وفي ضوء ذلك يتم اختيار الآلة التي تعطى أقل قيمة حالية للتكاليف .

ويجب هنا أن نفرق بين عدة مواقف نلخذ أهمها على أساس افتراض عمر إنتاجي موحد لجميع الآلات المعروضة والآخر افتراض عمر إنتاجي مختلف بالنسبة لكل بديل منها .

١- افتراض عمر إنتاجي موحد للآلات :

يقوم هذا الأسلوب على أساس أن جميع البدائل تتساوى في العمر الإنتاجي لها ولكنها تختلف من حيث تكلفه التشغيل السنويه والتكلفه الاستثماريه وقيمه بيع الآله كشرده , ويتضح ذلك من المثال التالي :

مثال

نحتاج إحدى الشركات لشراء آلة جديده ومعرض عليها العروض الثلاث التاليه والمطلوب تقديم النصيح لها باختيار أنسب عرض من بينها .

<u>العرض الأول</u>	<u>العرض الثاني</u>	<u>العرض الثالث</u>
جنيه	جنيه	جنيه
٢٠٠,٠٠٠	٢٢٠,٠٠٠	٢٢٣,٠٠٠
٣٠٠٠	٢٠٠٠	٤٠٠٠
١٠٠٠	١٥٠٠	٢٠٠٠
١٠ سنوات	١٠ سنوات	١٠ سنوات
ثمن شراء الآله		
التكلفه السنويه للتشغيل		
قيمه بيع الآله خرده		
العمر الإنتاجي		

معر الخصم الذي عنده تقيم الأموال المستثمره ٨ %

الحل

الهدف هو إختيار البديل الذي يكلف أقل قيمة حالیه للتكاليف حيث يتطلب ذلك الرجوع لجداول القيمة الحالية أمام معدل الخصم ٨ % حيث يتضح ذلك من الآتسى :

تقييم العرض الأول :

١- القيمة الحالية لثمن شراء الآله ٢٠٠,٠٠٠ تنفع اليوم

٢- القيمة الحالية لتكلفة التشغيل السنويه =
(تكلفه التشغيل السنويه) (القيمة الحالية للجنيه الواحد لعدد ١٠ سنوات بمعدل ٨ %)
= (٣٠٠٠) (٠,٦٨١)
= ٢٠٤٣٠ جنيته

٣- القيمة الحالية لثمن بيع الآله خرده =
(ثمن بيع الآله خرده) (القيمة الحالية لجنيه واحد يستحق فى نهاية السنه العاشره)
= (١٠٠٠) (٠,٤٦٣)
= ٤٦٣ جنيته

٤- تقييم العرض الأول مستدعى استخدام المعادله التاليه =

ثمن شراء الآله + القيمة الحالية لتكلفه التشغيل - القيمة الحالية لسعر بيعها خرده
= ٢٠٠,٠٠٠ + ٢٠٤٣٠ - ٤٦٣ =
= ٢٢٠,١٣٠ - ٤٦٣ =
= ٢١٩,٦٦٧ جنيته وهى القيمة الحالية لتكلفه العرض الأول

تقييم العرض الثاني :

- ١- القيمة الحالية لثمن شراء الآلة $220,000$ تدفع اليوم
- ٢- القيمة الحالية لتكلفه التشغيل السنويه $= 2,000 \times 6,71 = 13,420$ جنيه
- ٣- القيمة الحالية لثمن بيع الآله خرده $= 1500 \times 4,63 = 6,945$ جنيه
- ٤- تقييم العرض الثاني $= 220,000 - 13,420 - 6,945 = 209,635$ جنيه

تقييم العرض الثالث :

- ١- القيمة الحالية لثمن شراء الآله $= 223,000$ جنيه تدفع اليوم
 - ٢- القيمة الحالية لتكلفه التشغيل $= 4,000 \times 6,71 = 26,840$ جنيه
 - ٣- القيمة الحالية لثمن بيع الآله خرده $= 2,000 \times 4,63 = 9,260$ جنيه
- تقييم العرض $= 223,000 + 26,840 - 9,260 = 240,580$ جنيه
- $= 248,914$ جنيه وهي القيمة الحالية لتكلفه العرض الثالث

ترتيب العروض الثلاثة بدءا بالأكثر تكلفه

- العرض الثالث $248,914$ جنيه
 العرض الثاني $232,725$ جنيه
 العرض الأول $219,667$ جنيه وهو العرض الذى ننصح الشركة بقبوله

٢- افتراض عدم تساوى العمر الإنتاجى للآلات :

ويحدث ذلك إذا كانت إحدى الآلات المعروضة ذات عمر إنتاجى أطول من الأخرى حيث يستدعى ذلك معالجه مختلفه بعض الشئ عن المثال المسابق تقديمه ويتضح ذلك أكثر مما يلى :

مثال :

معروض على إحدى الشركات شراء آلة حيث تقدم لها كل من المورد الأول والمورد الثانى طبقا لما هو موضح فيما يلى :

<u>العرض الأول</u>	<u>العرض الثانى</u>
١٢٠,٠٠٠	١٤٠,٠٠٠
٣,٠٠٠	٢,٠٠٠
١,٠٠٠	١٥٠٠
١٥ سنة	١٠ سنوات
ثمن الشراء المعروض	
تكاليف التشغيل السنويه	
قيمه بيع الآله خرده	
العمر الإنتاجى	

معدل الخصم المقبول على الأموال المستثمره هو ١٠ %
والمطلوب اختيار أفضل عرض منهما :

الحل :

تستلزم عمليه المقارنه القيام بالآتى :

- ١- إيجاد المضاعف المشترك بين سنوات العمر الإنتاجى للآلتين وهو ٣٠ سنة
- ٢- حساب القيمه الحاليه لتكلفه كل عرض حيث تتكون من الآتى :
ثمن شراء الآله + القيمه الحاليه لمصروفات التشغيل + القيمه الحاليه للتكلفه الإضافيه

٣- حساب التكلفة الإضافية وهي هذا تتمثل في تعطيل مبلغ من الأموال مستثمره في الآلة لعدد من السنوات تتمثل في الفروق بين العمر الإنتاجي لها وعدد سنوات المضاعف المشترك وذلك بعد طرح قيمة بيعها خردة .

أي أن التكلفة الإضافية تساوي

(ثمن الآلة - قيمة بيعها في شكل خردة في نهاية العمر الإنتاجي)
(القيمة الحالية للجنبة بسعر الخصم السائد وقت التقويم وهو هنا ١٠ % لمدته تمثل الفرق بين العمر الإنتاجي والمضاعف المشترك)

ولمى ضوء ذلك يتم تقويم كل بديل كالتالى :

تقويم البديل الأول

- ١- ثمن الآلة ١٢٠,٠٠٠ تدفع اليوم
- ٢- القيمة الحالية لتكلفة التشغيل بمعدل خصم ١٠ % لمدته ٣٠ سنة
 $9,427 \times 3000 =$
 $28281 =$
٢- التكلفة الإضافية =
 $(120,000 - 1000) \times 239,$ وهو معدل الخصم للسنة ١٥ التى تمثل الفرق بين ٣٠ سنة وهو المضاعف المشترك والعمر الإنتاجي ١٥ سنة .
 $28441 = 119,000 \times 239,$
- ٣- تقويم العرض الأول =
 $120,000$ جنيهه + 28281 جنيهه + 28441 جنيهه
 $176722 =$ جنيهه

تقييم البديل الثاني

١- ثمن شراء الآلة ١٤٠,٠٠٠ جنيه تنفع اليوم

٢- القيمة الحالية لتكلفة التشغيل

$$9,427 \times 2000 =$$

$$18854 = \text{جنيه}$$

٣- التكلفة الإضافية =

(١٤٠,٠٠٠ - ١٥٠٠) (١٤٩) وهو معدل الخصم للمسته ٢٠ التي تمثل

الفارق بين العمر الإنتاجي للآلة ١٠ سنوات والمضاعف المشترك ٣٠ سنة

$$1,149 \times 138500 =$$

$$20636,5 = \text{جنيه}$$

تقييم العرض الثاني :

$$20636,5 + 18854 + 140,000 =$$

$$179490,5 =$$

ويكون بالتالي العرض الأول هو الأفضل حيث أنه أقل تكلفه من العرض الثاني لأنه يكلف الشركة ١٧٩٧٢٢ جنيه بينما العرض الأخير يكلفها ١٧٩٤٩٠,٥ جنيه .

(ب) القيمة الحالية للدخل :

وتقوم هذه الطريقة على أساس تقدير القيمة الحالية لصافي الدخل المتوقع طوال العمر الإنتاجي لكل آلة معروضة للتقييم ومقارنته تلك بالمبالغ المطلوب استثمارها في كل آلة حيث يتم اختيار البديل الذي يحقق أعلى قيمة حاله صافيه للدخل .

وتتمثل خطوات التقييم فى الآتى :

- ١- تقدير حجم الأموال المطلوب دفعها لاقتناء الآله حيث يدخل هنا ثمن الشراء ومصروفات النقل والتركيب وغيرها من المصروفات المتوقعة إلى أن تكون الآله صالحة للعمل .
- ٢- تقدير حجم الإيرادات السنوية المتوقعة من وراء إقتناء الآله حيث ينتج ذلك من وراء ما يمكنها تحقيقه من إنتاجيه أى عند الوحدات من المنتج المتوقع إنتاجها مضروبه فى السعر المتوقع لبيع الوحدة الواحد
- ٣- تقدير حجم التكاليف السنوية المتوقعة بدون الإستهلاك لأنه مجرد قيد محاسبى لا يؤثر على التدفق النقدى الخارج .
- ٤- استخدام معدل خصم معروف ومتفق عليه مسبقا لتقييم بدائل الآلات وقد يكون هو معدل سعر الفائدة السائد أو متوسط العائد المتوقع على مستوى الصناعة التى تنتمى إليها الشركة أو متوسط تكلفه رأس المال أو تكلفه الفرصه البديله لإستثمار الأموال فى حالة عدم استثمارها فى الآلات ويحيث تتساوى درجة المخاطر العاليه فى الحالتين .
- ٥- طرح المصروفات السنويه من الايرادات وخصم المبالغ الصافيه بسعر الخصم المتفق عليه طوال العمر الإنتاجى لها ومقارنة القيمة الحاليه لهذه الايرادات بالمبالغ المتوقع استثمارها ويكون القرار فى صالح الآله التى تعطى أكبر قيمه حاله تتفق المبالغ المطلوب استثمارها فيها .

مُتَال :

معروض على إحدى الشركات شراء آلة حيث تقدم لها موردان بعرضهما كالآتي :

العرض الأول العرض الثاني

جنيه	جنيه
١٥٠٠٠	١١٠٠٠

١- ثمن شراء ونقل وتركيب الآلة

٢- الإيرادات المتوقعة :

السنة الأولى	١٠٠٠٠	١٢٠٠٠
السنة الثانية	١٠٠٠٠	١٣٠٠٠
السنة الثالثة	١٢٠٠٠	١٢٠٠٠
السنة الرابعة	١١٠٠٠	١٢٠٠٠
السنة الخامسة	١٢٠٠٠	١٢٠٠٠

٣- مصروفات التشغيل (بدون الاستهلاك)

السنة الأولى	٥٠٠٠	٦٠٠٠
السنة الثانية	٥٠٠٠	٦٠٠٠
السنة الثالثة	٦٠٠٠	٧٠٠٠
السنة الرابعة	٦٠٠٠	٧٠٠٠
السنة الخامسة	٧٠٠٠	٨٠٠٠

٤- تكلفة رأس المال أو معدل الخصم المتوقع ١٠ % والمطلوب تقديم نصج للشركة باختيار العرض الأفضل مع العلم بأن القيمة الحالية للجنيه عند معدل خصم ١٠ % هي :

السنة الأولى	الثانية	الثالثة	الرابعة	الخامسة
٩٠٩	٨٢٦	٧٥١	٦٨٣	٦٢١

المعدل

الحل :

البديل الأول البديل الثاني

١١.٠٠ ١٥.٠٠

١- الأموال المطلوب استثمارها

٢- صافي الإيرادات (الإيرادات - المصروفات بدون استهلاك)

٦.٠٠ ٥.٠٠
٧.٠٠ ٥.٠٠
٥.٠٠ ٦.٠٠
٥.٠٠ ٥.٠٠
٤.٠٠ ٥.٠٠

السنة الأولى
السنة الثانية
السنة الثالثة
السنة الرابعة
السنة الخامسة

٣- القيمة الحالية لـصافي الإيرادات

$٥٤٥٤ = ٦.٠٠ \times ٩.٠٩$
 $٥٧٨٢ = ٧.٠٠ \times ٨.٢٦$
 $٣٧٥٥ = ٥.٠٠ \times ٧.٥١$
 $٣٤١٥ = ٥.٠٠ \times ٦.٨٣$
 $٢٤٨٤ = ٤.٠٠ \times ٦.٢١$

٢٠٨٩.

$٤٥٤٥ = ٥.٠٠ \times ٩.٠٩$
 $٤١٣٠ = ٥.٠٠ \times ٨.٢٦$
 $٤٥٠٦ = ٦.٠٠ \times ٧.٥١$
 $٣٤١٥ = ٥.٠٠ \times ٦.٨٣$
 $٣١٠٥ = ٥.٠٠ \times ٦.٢١$

١٩٧٠.١

الإجمالي

مقارنه صافى القيمة الحالية للارادات بالمبلغ المطلوب إستثمارها فى كل آله .

البديل الثانى	البديل الأول	١- ثمن شراء وتركيب الآله
جنيه	جنيه	
١١٠٠٠	١٥٠٠٠	
٢٠٨٩٠	١٩٧٠١	بطرح ٢- صافى القيمة الحالية للارادات
٩٨٩٠	٤٧٠١	

٣- القرار اختيار البديل الثانى لأنه يحقق قيمة حالیه صافیة للدخل بعد خصمه من رأس المال بفوق البديل الأول بمقدار ٥١٨٧ جنيه .

وهذه الطريقة أكثر تطبيقاً فى مجال المشروعات الإستثماریه حيث تستخدم فى الحالات التى يكون فيها معدل العائد المطلوب تحقيقه من وراء الإستثمار فى الآله معروف مسبقاً . أما إذا كان هذا المعدل مجهول أو غير معروف ويريد المشتري معرفته فإن الأسلوب الواجب إستخدامه هو العائد الداخلى على الإستثمار Internal Rate of Return حيث نقولُه هنا .

رابعاً : العائد الداخلى على الإستثمار :

لا تختلف هذه الطريق عن طريقة القيمة الحالية الصافیة إلا فى كونها تعتمد على التجزیه فى الحصول على العائد الداخلى على الإستثمار الذى تتساوى عنده حجم التكدفات التقنيه الداخله فى شكل إيرادات من وراء الآله وذلك بعد خصم كافة التدفقات النقدية الجاریه طوال العمر الإنتاجی لها مع حجم الأموال المطلوبه الإستثمار فیها وعاده يبدأ الباحث بمعدل عائد معين لحساب القيمة الحالية ثم فى ضوء النتائج التى يتم الحصول عليها يبدأ فى البحث عن عائد أقل أو أكثر بحيث سینضج ذلك من المثال العلنى :

ومعادلة العائد الداخلى على الاستثمار تتمثل فى الآتى :

$$\text{م.ج} = 1 - \left(\frac{\text{د.ن}}{\text{م.ن}} \right) + \left(\frac{\text{د.ن}}{\text{م.ن}} \right) \frac{1}{(1 + \text{ع})^n}$$

حيث يمكن شرح أجزاء المعادلة فى الآتى :

د.ن = حجم الدخل السنوى طوال العمر الإنتاجى للألة
 م.ن = حجم التدفقات النقدية السنوية طوال العمر الإنتاجى للألة
 م.ن = الإيرادات الناجمة عن بيع الآلة فى شكل خرده فى نهاية عمرها الإنتاجى
 أ = حجم الأموال المطلوب استثمارها فى الآلة فى شكل مصروفات رأسمالية حيث يدخل ضمنها سعر شرائها ونقلها وتركيبها وتجريتها .

(١ + ع) = معدل الخصم المستخدم فى حساب القيمة الحالية لصافى التدفقات النقدية وكذلك لحساب قيمة تصفية الآلة وبيعها فى شكل خرده .

والمعادلة السابقة مبنية على استخدام جداول الفائدة المركبة فإذا تم استخدام جداول القيمة الحالية فتعطى نفس النتيجة حيث تأخذ المعادلة الشكل التالى :

العائد الداخلى على الاستثمار =

$$\text{م.ج} = (\text{د.ن} - \text{م.ن}) \cdot \text{ح} + (\text{م.ن}) \cdot \text{ح} - \text{أ} = \text{صفر}$$

حيث نستخدم ح ن لتعنى القيمة الحالية للجنبة الواحد عند معدل الخصم محل التجربة ولعدد من السنوات مقدورها ن بينما ح ن تعنى معدل الخصم الخاص بتصفية الآلة وبيعها فى شكل خرده .

والمعادلة السابقة هى أكثر المعادلات إستخداما فى دراسة جدوى الإستثمار فى الآلات حيث يمكن إستخدامها بالنسبة لتقييم مشروع وحيد للاستثمار أو فى مقارنته أكثر من مشروع حتى لو اختلف حجم النقدية الداخلة والخارجه وكذلك العمر الإنتاجى لكل منها :

تطبيق أسلوب العائد الداخلي :

وتطبيق هذه الطريقة يستدعى القيام بالخطوات التالية :

١- تقدير حجم رأس المال المطلوب استثماره في الآلة محل التقويم حيث يدخل هنا سعر شرائها ونقلها وتركيبها وكافة التعديلات في الأجهزة الأخرى الموجود بالمصنع .

٢- تقدير حجم الإيرادات السنوية المتوقع تحقيقها من وراء تشغيل الآلة في الأعمال الإنتاجية أو غيرها . ويمكن معرفه ذلك عن طريق الكتالوج الخاص بها أو عن طريق معرفة الإنتاجية الفعلية لها بالشركات التي قامت بشرائها بالفعل أو غيرها من المصار مثل زياره الشركة المنتجه ، أو قد يحتاج الأمر فرض غرامه على المورد بالعقد المبرم بينه وبين الشركة في حالة عدم تحقيق الآلة لرقم الإنتاج المستهدف .

٣- تقدير حجم التدفقات النقدية الخارجة الناتجة عن دفع مصروفات تشغيل الآلة مثل تكلفه مواد التشغيل وقطع الغيار المستهلكه والاجور المباشره وغير المباشره وكل ذلك طوال العمر الإنتاجي لها .

٤- تقدير صافي التدفقات النقدية السنوية عن طريق طرح مصروفات التشغيل أي التدفقات الخارجة كل عام من الإيرادات الخاصه به أي التدفقات النقدية الداخله حيث يتم ذلك بالنسبه لجميع سنوات العمر الإنتاجي لها .

٥- البدء بالقيمه الحاليه للجنه تحت أي معدل يتم إختياره وضرب تلك القيمه في صافي التدفقات النقدية الداخله لكل عام على حده ثم جمع تلك القيم للحصول على القيمه الحاليه الإجماليه لصافي التدفقات .

٦- طرح إجمالي القيمه الحاليه لصافي التدفقات من رأس المال المتوقع استثماره في الآله فإذا كان الناتج صفر يكون العائد الداخلي على الاستثمار هو نفسه معدل الخصم الذي استخدم في تقدير القيمه الحاليه أما إذا كان الناتج بالسالب أو بالموجب أي هناك زياده أو انخفاض في صافي القيمه الحاليه عن رأس المال يجب إعاده المحاوله مع معدل عائد آخر من واقع جداول القيمه الحاليه وهكذا إلى أن يكون الناتج صفر أو قريب من الصفر . وعموماً فإن ذلك سيتضح من المثال التطبيقى .

مثال :

تفكر إحدى الشركات في شراء عدد ١٠ آلات لتشغيل أحد مصانعها الجديدة ولقد تقدم لها موردان بعروضهما كالآتي :

المورد أ	المورد ب		
جنيه	جنيه	التكلفة الاستثمارية للآلات	
٣٢٧,٠٠٠	٤٠٩,٠٠٠	تكلفة التشغيل السنوية :	
١٠,٠٠٠	١١,٠٠٠	السنة الأولى	
١٠,٠٠٠	١١,٠٠٠	السنة الثانية	
١١,٠٠٠	١٣,٠٠٠	السنة الثالثة	
١٢,٠٠٠	١٥,٠٠٠	السنة الرابعة	
١٢,٠٠٠	١٥,٠٠٠	السنة الخامسة	
٥ سنوات	٥ سنوات	العمر الإنتاجي	
صفر	صفر	قيمه بيع الآله خروده	
الإيراد المتوقع :		السنة الأولى	
١٠٠,٠٠٠	١٢٠,٠٠٠	السنة الثانية	
٨٠,٠٠٠	١٢٠,٠٠٠	السنة الثالثة	
٨٠,٠٠٠	١٠٠,٠٠٠	السنة الرابعة	
٧٠,٠٠٠	٩٠,٠٠٠	السنة الخامسة	
٧٠,٠٠٠	٩٠,٠٠٠		

والمطلوب تقديم النصح للشركة باختيار إحدى الأكتين .

الحل :

يأخذ الحل الخطوات التالية :

- ١- صافي التدفق النقدي السنوي (الإيرادات - المصروفات) أي (التدفقات النقدية الداخلة - التدفقات النقدية الخارجة)

المورد (أ) المورد (ب)

جنيه	جنيه	السنه الأولى
١٠٩,٠٠٠	٩٠,٠٠٠	السنه الثانيه
١٠٩,٠٠٠	٧٠,٠٠٠	السنه الثالثه
٨٧,٠٠٠	٦٩,٠٠٠	السنه الرابعه
٧٥,٠٠٠	٥٨,٠٠٠	السنه الخامسه
٧٥,٠٠٠	٥٨,٠٠٠	

استخدام جداول القيمه الحاليه عند أى معدل للخصم وليكن ٨ % وسنجد ان القيمه الحاليه للجنبيه الواحد هي :

السنه	الأولى	الثانيه	الثالثه	الرابعه	الخامسه
قيمه الجنبيه	٩٣,	٨٦,	٧٩,	٧٤,	٦٨,

٣ - القيمة الحالية لصافي التدفقات لكل بديل :

<u>السنة</u>	<u>المورد (أ)</u>	<u>المورد (ب)</u>
الأولى	$83,700 = 93 \times 90,000$	$101,370 = 93 \times 109,000$
الثانية	$60,200 = 86 \times 70,000$	$93,740 = 86 \times 109,000$
الثالثة	$54,510 = 79 \times 69,000$	$68,730 = 79 \times 87,000$
الرابعة	$42,920 = 74 \times 58,000$	$55,500 = 74 \times 75,000$
الخامسة	$39,440 = 68 \times 58,000$	$51,000 = 68 \times 75,000$
إجمالي	<u>280,770</u>	<u>370,340</u>

٤ - نقوم بطرح صافي التدفقات من التكلفة الاستثمارية لكل آلة فإذا كان الناتج صفر أو رقم قريب منه كان معنى ذلك أن العائد المتوقع تحقيقه هو معدل الخصم ٨ % أما إذا لم يتساويا نبحث عن معدل عقد آخر .

التكلفة الاستثمار	صافي القيمة الحالية للتدفقات الداخلة
المورد (أ) = 327,000 -	280,770 = 46,230 جنيه
المورد (ب) = 409,000 -	370,340 = 38,660 جنيه

٥ - نظرا لعدم تساوى صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة مع التكلفة الاستثمارية لذلك نجرب معدل خصم آخر وليكن ٢ %

القيمة الحالية لصافي التدفقات :

المورد (أ)	جنيه	المورد (ب)	جنيه
$88,200 = 98 \times 90,000$		$106,820 = 98 \times 109,000$	
$67,200 = 96 \times 70,000$		$104,640 = 96 \times 109,000$	
$64,860 = 94 \times 69,000$		$81,780 = 94 \times 87,000$	
$53,360 = 92 \times 58,000$		$69,000 = 92 \times 75,000$	
$52,780 = 91 \times 58,000$		$68,250 = 91 \times 75,000$	
<hr/>		<hr/>	
إجمالي القيمة المالية ٣٢٦,٤٠٠		٤٣٠,٤٩٠	
<hr/>		<hr/>	

٦- يتضح بذلك أنه بالنسبة للمورد (أ) يتساوى حجم القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية الداخلة تقريبا ٣٢٦,٤٠٠ جنيه مع التكلفة الإستثمارية ومقدارها ٣٢١,٠٠٠ جنيه ويكون بالتالي العائد الداخلى المتوقع الحصول عليه هو ٢% على هذه الآلات أما بالنسبة للمورد (ب) فإن حجم التدفقات النقدية الخارجة فى شكل تكلفة إستثمارية وهى ٤٠٩,٠٠٠ جنيه أقل من صافى القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة فى شكل إيرادات عند معدل الخصم ٢% حيث هى ٤٣٠,٤٩٠ جنيه ويصبح من المنطقى أن البحث عن معدل خصم يقع بين ٨% إلى ٢% وليكن ٦% .

القيمة الحالية للعرض المقدم من المورد (ب) عند ٦%

جنيه	جنيه
$102,460 = 94 \times 109,000$	
$97,010 = 89 \times 109,000$	
$73,080 = 84 \times 87,000$	
$59,250 = 79 \times 75,000$	
$56,250 = 75 \times 75,000$	
<hr/>	
٣٨٨,٠٥٠	
<hr/>	

ونظرا لعدم تماوى التدفقات الداخلة ٣٨٨,٠٥٠ مع التكلفة الإستثمارية ٤٠٩,٠٠٠ لذلك نجرب معدل خصم ٤%

جنيه جنيه

$$١٠٤,٦٤٠ = ,٩٦ \times ١٠٩,٠٠٠$$

$$١٠١,٣٧٠ = ,٩٣ \times ١٠٩,٠٠٠$$

$$٧٧,٤٣٠ = ,٨٩ \times ٨٧,٠٠٠$$

$$٦٤,٥٠٠ = ,٨٦ \times ٧٥,٠٠٠$$

$$٦١,٥٠٠ = ,٨٢ \times ٧٥,٠٠٠$$

$$\underline{\underline{٤٠٩٤٤٠}}$$

ويتضح أنه عند معدل الخصم ٤% يتماوى حجم التدفقات النقدية الداخلة فى شكل إيرادات مع رأس المال المطلوب إستثماره فى الآلة المقننه من المورد (ب) ولذلك يصبح هو المورد الأفضل لأن الأستثمار فى الآلات يحقق عائد داخلى ٤% بينما المورد (أ) يحقق ٢% تقريبا .

الفصل العاشر

التمويل التاجيري للسلع والمعدات الرأسمالية (Financial Leasing)

أولا - مقدمة :

أ - وصف عام لعملية التمويل التاجيري :

إن التاجير التمويلي Leasing عبارة عن عملية تبدو كأنها قريبة جدا من عملية إيجار المواقع . وبواسطة عقد التمويل التاجيري ، فإن أحد الأطراف - المؤجر - يلتزم بأن يضع تحت تصرف الطرف الآخر - المستأجر - معدات رأس مالية محددة خلال فترة زمنية بشروط محددة صراحة . وكما هو الحال بالنسبة لتأجير المواقع ، فإن الشروط الأساسية للعقد تستند إلى تعريف السلع والمعدات المؤجرة ، في لحظة التاجير ، وعلى مدة العملية وعلى ما إذا كان هناك إرجاع للسلع والمعدات عند نهاية فترة العقد .

وفيما يتعلق بطبيعة السلعة والمعدات المؤجرة ، فإنه يمكن القول أنه من الممكن تأجير كل المعدات تقريبا ونواء كانت معدات رأس مالية ، أو معدات وآلات المكاتب أو حتى السلع الإستهلاكية المعمرة . وفي هذا الخصوص ، فإن حالة السوق تعتبر كحالة المشروع ، الذي يؤجر أو الذي يشتري ، يمكن أن يحصل على ما يناسبه تماما . ومن هنا فإنه من البديهي أن يكون هناك وصف تفصيلي ومحدد للسلع والمعدات محل التاجير وهذا يعتبر ضروريا إلى حد كبير . ومن وجهة النظر التعاقدية البحتة ، فإن الشروط التي تحدد قيمة الإيجار وطريقة الدفع لا ينتج عنها أية مشاكل

خاصة . ولكنها مع ذلك تعتبر جبرية لأنها بالذبح لها تأثير مباشر على تكلفة العملية .

إن مدة عقد التأجير قد تكون متغيرة تماما . إنها تعتمد بشكل خاص على طبيعة السلع والمعدات وعلى المنفعة التي تشكلها بالنسبة للمستأجر . ومن البديهي أن مدة العقد لا يمكن أن تزيد عن المدة المحتملة للمعسر الإقتصادي للسلعة أو المعدة الرأسمالية . ومن ناحية أخرى ، فإن العقد يمكن أن يقوم تماما على أساس مدة قصيرة جدا : وفي الحقيقة فإنه من الممكن ألا يكون المستخدم للسلعة في حاجة إليها إلا لفترة قصيرة أو ، لأسباب متعددة ، لا يستطيع الارتباط بالعقد لأجل طويل .

إن مدة العقد لا تعتبر محددة بشكل دقيق إنها يمكن في الحقيقة أن يقوم طرف أو آخر - المستأجر على وجه الخصوص - له الخيار أو حرية التصرف لأن ينهي العقد مقدما . وسوف نرى فيما بعد أن عدم التأكد يضغط بهذه الطريقة على المدة الفعلية للعقد بسبب صعوبات متعددة .

وفيما يتعلق بمصير السلعة المحتفظ بها عند إستحقاق العقد فتوجد هناك إمكانيات متعددة للتصرف . إن الموافقة في العقد قد تتضمن أن يقوم المؤجر بإسترداد السلعة أو ، في نفس الوقت ، يستطيع أن يسمح للمستأجر بشراء السلع أو المعدات على أساس أسعار محددة مقدما أو إعادة الإستئجار بشروط واضحة ومحددة .

ومن البديهي أن هذه الشروط ليس لها معنى إلا في حدود أن يكون الأصل له قيمة جوهرية متبقية مؤكدة عند نهاية إستحقاق العقد . ومن المسلم به أنه يمكن تجاهل أهميتها إذا ما كانت المدة المنصوص عليها في

العقد مساوية لمدة العمر الإقتصادي للسلع والمعدات ، وإذا ما كانت مدة العقد قصيرة جدا ، فإن هذه الشروط قد تلعب دورا حاسما في هذا الخصوص .

وبخصوص التمويل التأجيري فإن المصطلحات تعتبر غامضة إلى حد كبير . فمن ناحية المعنى الحرفي للكلمة فإن إصطلاح التمويل التأجيري Leasing ليس أكثر من أن يكون عملية إيجار عادية . إن الإزدهار الكبير الذي عرفه تأجير المعدات الرأسمالية قاد للأسف إلى إستخدام هذا المصطلح العام للتمويل التأجيري لأن يصف كل عملية تأجير للسلع الرأسمالية . وقد نتج عن ذلك لبس كبير وذلك لأن العقود الخاصة بهذا الموضوع يمكن أن تختلف بشكل كبير من عملية إلى أخرى ، وأكثر من ذلك فإن النواحي القانونية محل الإعتبار للتصرف في هذه الأنواع من العقود يمكن أن تختلف كذلك بشكل ملموس من دولة إلى أخرى . ومهما كانت النواحي القانونية ، فإنه قد يكون محتما أن تميز بين ثلاثة أنواع كبيرة من عقود الإيجار الخاصة بالسلع الرأسمالية :

(١) التأجير المؤقت :

إن هذا التأجير يتميز بخاصية مدته القصيرة جدا فيقوم المستأجر بتأجير البضاعة لأسباب محددة بمدة قصيرة جدا يكون خلالها في حاجة إلى هذه السلعة الرأسمالية إن الحالة التي تكون مطابقة لذلك تكمن في تأجير السيارات المستخدمة لفترة مؤقتة ، إلا أن شراؤها ليس في محل تفكير أو بحث ، وأن من مصلحة المشروع أن يقوم باستئجارها في كل مرة يكون في حاجة إليها . إن هذا غالبا قد يكون حالة المشروع الذي يعمل في مجال

المهندسة المدنية الذي لا يستطيع بسهولة أن يتسلك كل المعدات التي يستخدمها .

إن موقف المستأجر غير قابل للاستمرار إلا إذا استطاع أن يستأجر نفس السلعة مرات متعددة ، وبشكل أكثر تحديدا ، فإن الخطوات الأمثل لأعمال المؤجر تعتمد بشكل مباشر على عدد المرات التي يتم فيها تأجير السلعة التي يمتلكها . إن هذا التحديد الدقيق يعتبر هاما بالنسبة للمستأجر ، لأنه ينتج من ذلك ميله ونزوعه إلى عدم تلك هذه الخدمة " السيارات ، سيارات النقل ، العربات ، الحافلات ، الرافعات " إن السعي إلى التأجير المؤقت - والذي يتعلق بالمصطلح الأنجلوسكسوني وهو الـ Renting - يسمح بتجنب تجميد الأموال في معدات قليلة الاستخدام أو القيام بعصليات بتعذر تحقيقها بشكل دائم .

(٢) التأجير للاستغلال :

إن هذا يتعلق بالمصطلح الأنجلوسكسوني الذي يسمى بـ Operating lease فهو يكون في بعض الأحيان مصمما لكي يعبر عن " التأجير التشغيلي " إن خاصيته الأساسية تكمن في حقيقة أن هذا العقد قابل للفسخ في أي وقت من جانب المستأجر ، ومن غير المساس به وذلك عن طريق الإخطار مقدما بفترة وجيزة . إن مدة العقد قد تمتد وتصل إلى نهاية العمر الإقتصادي للسلعة أو المعدات ، ولكنه من الناحية العملية ، فإن العقد ينتهي بشكل عام خلال مدة قصيرة قد تتجدد تلقائيا .

إن المستأجر قد يقوم بفسخ العقد سواء عندما لا يكون في حاجة إلى السلعة المؤجرة ، أو سواء عندما تظهر معدات جديدة أكثر كفاءة أو أكثر

مواصفة والتي تظهر في السوق ، وفي الحالة الثانية فإن المستأجر يكون له الحق بالطبع في إمكانية توقيع عقد جديد للإيجار الإستغلالى يقوم على أساس السلعة الأكثر حداثة . ويبدو إذن بشكل واضح أن الميزة الأساسية للإيجار للإستغلال تكمن في أن المستأجر يستطيع أن يحمى نفسه ضد مخاطر التقادم . ومع ذلك فإنه قد يظهر الفروق الدقيقة الهامة جدا لهذه الميزة ، ففي الحقيقة أن هذا النوع من التأجير ، نجد أن المؤجر يكون غالبا منتجا للسلعة . إن هذا بوجه عام هو حالة منتجى الكمبيوتر أو الحاسبات الآلية ، والآلات المحاسبية أو آلات التصوير . إن المؤجر يعرف إذن بطريقة أفضل من غيره مخاطر التقادم مهما كانت طبيعتها ، فضلا عن ذلك فإنه غالبا ما يعرف بنفسه طبيعة هذا التقادم الذى يؤثر ويضر بالمعدات المؤجرة . وينتج عن ذلك أن المؤجر لا يفترض أنه يؤمن هذه الوظيفة مجانا ، بل على العكس ، فإنه سوف يأخذ في حسبانته هذا الأمر عند حساب قيمة الإيجارات والقسط المناسب لها . وبالنسبة للمستأجر فإن ذلك يعنى تقييم هذه الأقساط وتحديد ما إذا كانت تأخذ في الإعتبار المخاطر التي يتم تقديرها .

إن عقود التأجير للإستغلال تأخذ في إعتبارها عموما تكاليف المؤجر في الصيانة والإصلاح . وكما هو الحال بالنسبة للحماية ضد مخاطر التقادم ، فإن هذه الخدمات تعتبر غير مجانية : إن أسعارها تعتبر متضمنة في قيم الإيجار . إنه من الممكن تقديرها بدقة في الحالة التي يكون فيها المنتج المؤجر يقوم بنفسه بعمل عقد صيانة منفصل للمشروعات التي تشتري المعدات المعينة بدلا من تأجيرها . وفي هذا الخصوص ، فإن الميزة الوحيدة للتأجير للإستغلال تكمن في الجودة الأفضل للخدمة المقدمة " الدقة ،

المبررة " والتي تنتج عن حقيقة أن المؤجر يقوم بشكل أفضل بصيانة آلاته الخاصة .

(٣) التأجير التمويلي :

إن هذا الإصطلاح التأجير التمويلي يأتي مباشرة من الإصطلاح الأنجلوسكسوني لـ " التمويل التأجيري أو " Financial Lease " أو " Financial Leasing " . وفي فرنسا وبلجيكا ، فإن التشريع يشير إلى هذا النوع للإيجار بتسميته " Credit - bail " و " Location financement " علي التوالي .

إن الخاصية الأساسية للتأجير التمويلي تشتمل على حقيقة أن هذا الرقود يقوم على أساس المدة المحتملة للعمر الإقتصادي للسلع والمعدات كما أنه من الناحية العملية غير قابل للرجوع فيه ، وأن فسغه يكون من جانب المستأجر ممكنا عندما يؤدي إلى تكاليف باهظة بالنسبة له .

إن التأجير التمويلي له خاصية أساسية في أنه يسمح للمستأجر باستخدام السلعة حتي ولو لم يكن لديه القدرة على تمويل شرائها بواسطة طرق التمويل التقليدية . وفي الحقيقة ، فإنه يجب ملاحظة أن التأجير للإستغلال يلبي بالضبط هذه الوظيفة في هذا الخصوص . وفي كل الأحوال ، لا يجب البحث كثيرا في التمييز بطريقة نظامية هذين النوعين من التأجير ، وفي الحقيقة ، فإن المقدرة علي فسخ عقد للتأجير للإستغلال ، بالإضافة إلى أنه موجود بشكل غير قابل للمناقشة من وجهة النظر القانونية ، قد يوحى بأنه مشتعل من وجهة النظر العملية . إنه على سبيل المثال قد نكون واهمين إذا فكرنا أن مشروعا ما يستطيع أن يفسخ عقد

الإيجار بين عشية وضحاها وأن يترك بهذه الطريقة إستخدام حاسب آلى خاص بأعماله .

ب - تحديد الإشكالية :

من خلال هذا الفصل المخصص للتمويل التأجيري Leasing ، فإننا سوف نركز بالكامل تقريبا على التأجير المالى لأن تحليله يعتبر ميسورا نسبيا . ونفس الطريقة سوف نركز على عقد التأجير للإستغلال ، الذى له خاصية الرجوع فيه . إن هذا العقد يخلق مشاكل متعددة التى يصعب حلها بشكل عام .

ومن وجهة نظر أخرى فإن إختيارنا يتم تبريره عن طريق أننا سوف نركز بشكل منظم على الخاصية الأساسية لهذين النوعين من عقود الإيجار ، ذلك أنهما قبل كل شئ عبارة عن وسائل للتمويل .

وفي الحقيقة ، فعندما يقرر المشروع إستخدام معدات جديدة ، فإنه يستطيع غالبا إما تأجير السلع والمعدات ، وإما شراءها بالإعتماد على طرق التمويل التقليدية (التمويل الذاتى ، الإئتمان المصرفى ، أو الاقتراض من الغير ، إلخ) . ومن الطبيعى إذن أن التأجير يعتبر طريقة للتمويل ، طالما أنه مصمم لكي يحل محل مصادر التمويل الأخرى . ولهذا الغرض ، يجب أن نركز بقوة على أنه فى التأجير التمويلي فإن دور المؤجر يتضمن فقط تمويل المعدات التى يرغب المشروع فى إستخدامها إن المؤجر ليس لديه قط حديقة من الآلات ، ولكنه يرضى بشراء المعدات التى تناسب عميله ويقوم بتأجيرها له . إنه يعتبر إذن مجرد وسيط مالى يحد بين المنتج والمستخدم : ولذلك فإننا نسمي هذا فى بعض الأحيان مؤجر

مالى . وفى التأجير للإستغلال ، فإن خاصية الرجوع فى العقد تخفى بشكل ضعيف هذه الوظيفة المالية البحتة ولكن فى تحليل أخير فإن هذا يعتبر ، إن المؤجر يفترض قبل كل شئ ، دورا عاليا تجاه المستخدم للمعدات . وينتج عن ذلك إذن أن التحليل المسبق لعقد الإيجار التمويلي أنه يتعلق بعملية تأجير للإستغلال أو تأجير مالى ، يجب أن يصحبه تحليل مثل أى وسيلة تمويل .

وعند توقيع عقد التأجير التمويلي ، فإن المستأجر يضمن إذن وسيلة للتمويل : بدلا من أن يدبر فى الحال سعر شراء السلع والمعدات ، إنه يلتزم بدفع أقساط الإيجار كل فترة معينة . وكنتيجة لذلك فإنه من الطبيعي أن المستأجر يتعاقد على دين مساوى لقيمة الإيجارات المتوقعة بالعقد . وبعبارة أخرى فإنه يمكن أن نخلص إلى أن التأجير التمويلي يمثل طريقة للتمويل عن طريق الأموال الخارجية .

وعندما يشتري مشروع ما سلع أو معدات ، فإنه من النادر أن يكون قادرا علي تمويلها بالكامل بواسطة الاقتراض ، وهذا يرجع إلى القيود المفروضة بواسطة البنوك . ويجب على المشروع إذن أن يلجأ إلي مصادر أخرى للتمويل كما يجب عليه أن يذلل الصعوبات التى قد لا توجد إذا ما لجأ إلى التمويل التأجيرى . ان التمويل التأجيرى يمول مجموع أسعار السلع والمعدات ويلغى فى نفس اللحظة المشكلة الصعبة لمزيج التمويل .

وأخذا فى الإعتبار هذه الإيضاحات والتفسيرات الضرورية ، فإننا نستطيع الآن أن نقدم الخطوط العريضة للتحليل الذى سوف نقوم به ، إننا سوف ندرس أولا العوامل الكمية البحتة ، وهذا يعنى تحليلا صعبا

للمشاكل التي يجب حلها والتي تعتبر معقدة ومع ذلك فإنه من الضروري أن يكون هناك رغبة للدراسة بطريقة مترابطة ومتناسقة لمجموعة العوامل المميزة للتأجير التمويلي . وبمجرد القيام بهذا التحليل الكمي ، فإننا سوف نفحص العوامل النوعية الأكثر ارتباطا بالتأجير التمويلي .

إن التأجير التمويلي يعتبر موضوعا أدى إلى محاولات جادة ، وسواء كان ذلك يتعلق بالتحليل الكمي أو بالتحليل النوعي . إن المحاولات نشأت بشكل واضح على تحديد تكلفة التمويل التأجيري ، وعلى أهمية المزايا المتسببة التي يفترض أن يؤدي إليها التمويل التأجيري . وعلى الخسائر المستتدة بشكل خاطئ بسبب هذا النهج في التمويل . إن هذا الجدل العلمي ، والذي استمر ، وسوف يبرغمنا على تخصيص التحليل بعد ذلك . وهذا ما يعتبر ضروريا للحكم على الفرص التي يتيحها التمويل التأجيري ، ويجب علينا في الحقيقة أن نقوم بعمل حكم مبررس جيدا على بعض الأدلة والبراهين .

«ج» دراسة تحليلية للقوة :

إننا نستطيع أن نستنتج مما تقدم ويوضح كامل أن التأجير التمويلي أو إلتأجير للإستغلال - تعتبر طريقة للتمويل . وبقدر ذلك ، فإنه يدخل إذن في منافسة مع مصادر التمويل الأخرى المستخدمة بشكل تقليدي لتمويل الإستثمارات . إن هذه المنافسة ليست مع ذلك بسيطة كما قد تبدو للوهلة الأولى . وفي الحقيقة فإنها لا تقوم فقط على أساس التكلفة - بالإضافة إلى أن تحليل التكلفة ليس سهلا - ولكنها تمتد إلى حجم الأمور الموضوعة تحت التصرف عندما لا توجد الإمكانيات المادية للحصول على

الأموال . وبعبارة أخرى ، فإنه يجب أن نميز بين الحالات الأربعة التالية :

١ - إن شراء السلع والمعدات لا يكون ممكنا لأن المنتج للمعدات المأخوذة في الإعتبار يرفض بيع هذه المنتجات ويفضل تأجيرها . إن المثال الأكثر نموذجية في هذا الخصوص كان هو السياسة المطبقة بواسطة شركة Rank Xerox (شركة منتجة لآلات التصوير) وذلك في السنوات الأخيرة .

٢ - أن تأجير السلع والمعدات ليس ممكنا . وهو يعتبر كذلك عندما تكون قيعة السلعة هامة جدا بالنسبة للمستوى المالى للمشروع . إن ذلك غالبا هو الحالة بالنسبة للمعدات الثقيلة والتي تعتبر عنصرا دقيقا بالنسبة للإتشاءات أو المهانى .

٣ - إن شراء السلعة أو المعدة يكون ممكنا ، ولكن المشروع لا يستطيع أن يواجه الإحتمالا الخاصة للتعرض لأسباب مالية وبشكل أدق فإنه من المستبعد أن يقوم البنك بإقراض قيمة مساوية لسعر الأصل . وإذا لم يستطع المشروع أن يحصل على التمويل بطرق أخرى - تمويل ذاتي ، زيادة رأس المال ، قرض من الغير - فإنه لن يكون هناك إمكانيات أخرى إذا ما رغب في إستخدام السلعة ، إلا إذا قام بتوقيع عقد الإيجار . وإننا نستطيع أن نكتشف للحظة واحدة ونتأكد من الاختلاف الغريب بين منهج المؤجر ومنهج البنك ، والتي سوف نبحثها فيما بعد .

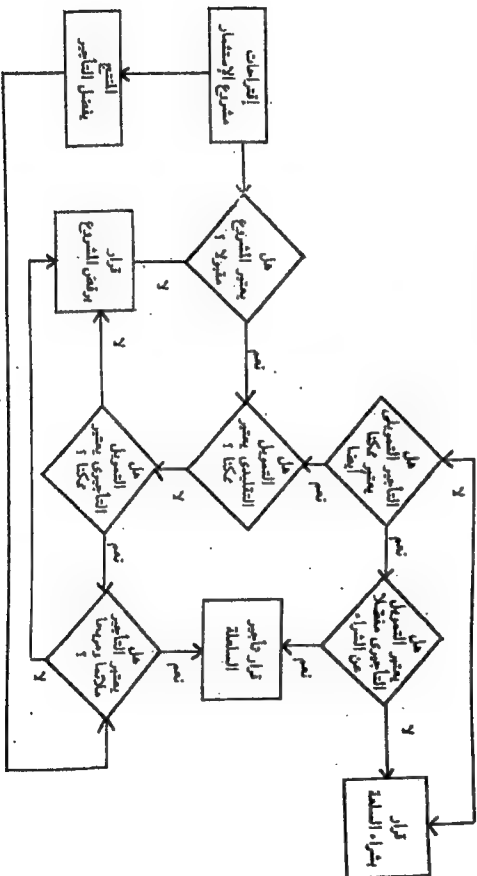
٤ - أن التأجير والشراء الممولان بواسطة وسائل تقليدية يعتبران إمكانيتان يمكن اللجوء إليهما عن طريق المشروع . إن هذه هي الحالة التي نعتبرها طبيعية . وعندما يكون التأجير هو الوسيلة الوحيدة التي يمكن

اللجوء إليها ، فإن البديل لذلك يعتبر ملخصاً جداً : فقرار التأجير أو عدم التأجير للسلعة يتعلق بالقرار المتزامن لاستخدام أو عدم استخدام السلع والمعدات . وفي مثل هذا الموقف ، فإن القرار الذي يجعل المشروع يقوم في نفس الوقت بالإستثمار ويقوم على تمويله ، وهو من هذه الحقيقة يعتبر أخذاً ذلك بشكل بسيط . أما إذا كان المانع يأتي من موقف واتجاه المؤجر ، فإن الإيجارات تتضمن عوامل متنوعة مرتبطة بالإستثمار للحماية ضد مخاطر التقادم والتمويل أو الخسائر الأخرى المتقدمة بواسطة المؤجر ، وإنه من الصعب جداً لكي لا نقول مستحيل للفرقة والفصل بسبب المقارنة المستخدمة . وإذا كان على العكس نرى أن شراء السلعة ليس مستحيلاً بسبب الموقف التمويلي للمشروع ، فإنه يمكن معرفة السعر بالتعديد الذي يمكن للمشروع أن يشتري به المعدات ، إن هذا التحكيم يسمح بالفصل بسهولة بدرجة أكبر أو أقل بين العوامل المتعددة المتضمنة في قسط الإيجار وكنتيجه لذلك نستطيع أن نحكم بشكل أكثر وضوحاً على المزايا الحقيقية للإيجار الذي نحن بصددده .

وفي الحالة الطبيعية فإن الإجراءات التي تؤدي إلى إتخاذ قرار بالإيجار أو بالشراء تنشأ بالضرورة من الفحص المسبق الذي يقوم على أساس فرصة استخدام السلعة . وبعبارة أخرى ، فإن ذلك يعنى إختيار الطريق الأفضل لتمويل إستثمار ما والذي تم الحكم عليه بالقبول .

إن الشكل التخطيطي في الصفحة التالية يوضح مدي التعقيد في علمية إتخاذ القرار فيما يتعلق بالسلع والمعدات . إن باقي هذا الفصل في التأجير التمويلي سوف يقوم فقط على أساس الحالة الطبيعية .

رسم توضيحي لاتخاذ قرار بخصوص التاجير



شاقيا - لتغطية التمويل التأجيرى ،

لدراسة تكلفة التمويل التأجيرى فإننا سوف نأخذ مثالا بسيطا لكي نوضح ونخفف من الإجراءات . إننا سوف نتفعل إذن أن مشروعنا ما قرر استخدام معدات رأسمالية محددة ، والذي يستطيع تمويل شراءها دون أية صعوبات والذي قد قدم له إقتراح بعمل عقد تأجير تمويلى .

معطيات المثال :

* سعر شراء المعدات ٢٠٠٠٠٠ جنيه

* مدة العقد " غير قابل للرجوع فيه أى نهائى " ٥ سنوات

* قسط الإيجار يتم دفعه في نهاية السنة ٥٤٨٠٠ جنيه

* معدل الضريبة ٤٠٪

* معدل الفائدة بالسوق ٧,٥٪

ويجب أن نذكر فى التو واللحظة أن معطيات هذا المثال لا تدعى أنها تعكس ما يحدث بشكل واقعى في هذا الخصوص . إن الهدف الوحيد لهذا المثال هو تسهيل الحسابات وتوضيح الطريقة ، وبالتالي فإن هذه المعطيات قد تم تبسيطها بالشكل التالي :

١ - لقد افترضنا أن أقساط الإيجار تدفع سنويا وفى آخر كل سنة وفى الحقيقة ، فهي تدفع عادة كل ربع سنة وفى بداية السنة .

إن قسط الإيجار الأول إذن يعتبر من الناحية الواقعية قابلا للدفع عند توقيع العقد بما يخالف ما هو موجود فى مثالنا ، إننا سوف نفترض

أنه يدفع في نهاية السنة الأولى .

٢ - لقد قمنا بحذف الأتعاب الإدارية بالكامل والتي يقتطعها المؤجر عند توقيع العقد . إن هذه الأتعاب الإدارية تصل قيمتها بوجه عام إلي حوالي ٢٪ من سعر شراء السلع والمعدات .

٣ - أننا قد افترضنا أن مدة العمر الإقتصادي للمعدات يتفق تماما مع مدة العقد ، ونتيجة لذلك فقد افترضنا أن القيمة المتبقية للسلع والمعدات في نهاية العقد ستكون صفرا . ومع قبولنا لذلك ، فإنه ينتج أن سعر الاختيار بمعنى السعر الذي يستطيع المستأجر أن يدفعه لشملك وشراء المعدات الرأسالية في نهاية العقد - يعتبر هو الآخر صفرا .

ولدراسة تكلفة التمويل التأجيري ، فإننا سوف نبدأ باستخدام منهج بسيط إلى أقصى حد ، والذي يعتبر من ناحية أخرى أكثر شيوعا عند الرغبة في تحليل ومقارنة تكلفة الطرق المختلفة للتمويل : إنه يتضمن حسابا سعر الفائدة الضمني للتمويل الذي تم الحصول عليه عن طريق التأجير التمويلي وإلى مقارنته بسعر الفائدة بالسوق . وأخذا في الاعتبار أن المؤجر يستطيع أن يزود بخدمات أخرى غير التمويل ، فإننا سوف نقدم بعد ذلك طريقة تسمح بتقسيم الإيجارات السنوية إلي عاملين إثنين هما : أولا ، العوامل المرتبطة بالتمويل الذي تم الحصول عليه . وثانيا ، العوامل التي تتأثر بالخدمات الأخرى المقدمة بشكل فعلى من جانب المؤجر .

إننا سوف ندرس بعد ذلك تكلفة العامل الضريبي ، حيث يعتبر غالبا أن التمويل التأجيري يستطيع أن يقدم مزايا ضريبية هامة للمشروع المستأجر . إن هذا يعنى بالنسبة لنا الفصل الدقيق بين التأثير الفعلى

للمضارب الناتج عن تكلفة التمويل التأجيرى . وأتينا نستطيع أن نحدد بوضوح طبيعة هذه الميزة الضريبية . وفى ختام هذا الفصل ، فإننا سوف نكون فى وضع يمكننا من عرض طريقة بسيطة تسمح بالتحليل بشكل دقيق لتكلفة التمويل التأجيرى .

١ - معدل الفائدة الضمنى :

فى مثالنا هذا ، يلاحظ أن مجموع أقساط الإيجار التى يجب دفعها تصل قيمتها إلى :

$$٢٧٤.٠٠٠ = ٥ \times ٥٤٨٠٠ \text{ جنيه}$$

فى حين أن المعدات المعنية لا تساوى أكثر من ٢٠.٠٠٠ جنيه

وفى الحدود التى نفترض فيها أن التمويل التأجيرى ليس إلا طريقة للتمويل ، فإنه يجب إعتبار أن الفرق بين مجموع قيمة أقساط الإيجار وقيمة المعدات ٧٤.٠٠٠ جنيه فى حالتنا هذه يتعلق تماما بقيمة الفوائد التى يدفعها المستأجر إلى المؤجر للتمويل الذى تم الحصول عليه . ومن الضرورى أن نعرف أن معدل الفائدة المطبق بواسطة المؤجر حتى نستطيع أن نقارنه بمعدل الفائدة فى السوق ، أو بالأحرى بمعدل الفائدة الذى كان المشروع سيلجأ إليه لإقتراض القيمة الضرورية لشراء المعدات من الناحية الفعلية . ان هذا المعدل الأخير يتعلق بما سوف نسميه بالتالى سعر أو معدل الإقتراض الممكن ، وفى مثالنا فسوف نفترض أنه يساوى ٧.٥٪ .

ان تحديد سعر الفائدة المطبق بواسطة المؤجر سوف يتم عن طريق التقريب المتتابع . وبالنسبة لمعدل ١١٪ فإن القيمة الحالية لأقساط الإيجار

تصل إلى :

$$15 \times 54800$$

$$3.6959 \times 54800 =$$

$$2.0535 \text{ جنيه}$$

وبالنسبة لمعدل ١٢٪ فإن نفس القيمة الحالية ترتفع إلى :

$$3.60478 \times 54800 = 197542 \text{ جنيه}$$

إن الفرق بين القيمتين ، ليكن ٤٩٩٣ جنيه ، تأتي من الفرق بمقدار ١٪ في معدل القيمة الحالية . إن المعدل الصحيح يقع إذن بين ١١٪ و ١٢٪ وعن طريق التقريب الخطئ ، فإنه يمكن تقديره على أساس :

$$\frac{2035}{4993} + 11\% =$$

$$11.5\% =$$

وبعبارة أخرى ، فإن عقد التمويل التأجيلي الذي يمكن للمشروع أن يوقعه سوف يجلب له تمويلا يكلفه ١١.٥٪ سنويا . وبشكل منطقي ، فإنه يمكن تفصيل كل قسط إيجار إلى عاملين إثنين : الفائدة والسداد ، إن هذه القاعدة يمكن أن يتم بنائها بواسطة جدول السداد التالي :

جدول رقم ١/١

جدول السداد

(بآلات الجنيهات)

السنة	قسط الإيجار	الفائدة	السداد	الرصيد المتبقى من الدين
(١١)	(٢)	$*(٥) \times ١١.٥$ (٣)	(٢) - (٣) (٤)	(٤) - *(٥) (٥)
صفر	---	---	---	٢٠٠.٠
١	٥٤.٨	٢٣.٠	٣١.٨	
٢	٥٤.٨	١٩.٤	٣٥.٤	
٣	٥٤.٨	١٥.٢	٣٩.٦	
٤	٥٤.٨	١٠.٨	٤٤.٠	
٥	٥٤.٨	٥.٦	٤٩.٢	
المجموع	٢٧٤.٠	٧٤.٠	٢٠٠.٠	
* من السطر السابق .				

وكما يمكن أن نفهمه ، فإن التمويل التأجيري يبدو لأول وهلة في جميع الأحوال - كما لو أنه على نحو واضح أكثر تكلفة بالمقارنة بالتمويل التقليدي ، وبوجه عام فإن سعر الفائدة المطبق بواسطة المؤجر يتجاوز ٥٠٪ تقريبا من معدل الإقتراض الممكن وهذا ما نلاحظه في مثالنا . إن هذا الفرق في المعدل ليس له مبرر غير أن المؤجر يقدم خدمات أخرى بالمقارنة بالتمويل البسيط . ولكي ندرك ونعى التكلفة الإضافية التي أوجدتها هذه الخدمات الأخرى المحتملة ، فإنه من المفضل تقدير القيمة الإسمية لهذه التكلفة أكثر من تبريرها على أساس سعر الفائدة . وبشكل فنى ، فإن تقييم التكلفة الإضافية يسمى علاوة المؤجر المتعاقد ، يمكن الحصول عليها

عن طريق تحليل أقساط الإيجار إلى مجموعتين من العوامل الدقيقة :
الجزء الأول يتضمن العوامل المرتبطة بالخدمة الخاصة بالدين ، والجزء الثاني
يتضمن العوامل البنائية لقسط الإيجار للمؤجر .

ب - منهج لتجزئة وتحليل أقساط الإيجار ،

إذا ما أردنا أن نفصل العوامل المرتبطة بشكل دقيق للتمويل المقدم
بواسطة المؤجر ، فإنه من الضروري وبشكل لا يمكن تجنبه أن نعتبر أن
المشروع يستطيع الحصول علي نفس قيمة التمويل بالمعدل الممكن للإقراض .
وتحت هذا الفرض ، فإن ذلك يقودنا إذن إلى حساب القيمة الحالية لأقساط
الإيجار بالسعر الممكن للإقراض ، وليكن 7.5% . ويكون هناك في حالتنا
هذه :

$$= \sqrt[5]{0.75} \times 54800 = \text{القيمة الحالية لأقساط الإيجار}$$

$$= 221800 \text{ جنيه مصري}$$

ويمكن تفسير هذه القيمة كالآتي . عند توقيع العقد ، نجد أن المشروع
يلتزم بدفع 54800 جنيه سنوياً خلال 5 سنوات . . وأكثر من ذلك
وبالتحديد ، يستطيع أن يقترض بمعدل 7.5% . وينتج عن ذلك أن
الارتباط بدفع أقساط الإيجار يجب أن يسمح في التبر والملاحظة بقرض
قدره 221800 . وعلي ذلك ، فإن المؤجر لا يزود بتمويل أكثر من
 200000 جنيه . . ولكنه يتطلب الدفع علي خمسة أقساط يصل كل منها
إلي 54800 جنيه إنه يمكن إذن أن نستنتج أن عقد التمويل التآجيري
يتعلق بقرض قدره 200000 جنيه بسعر فائدة قدره 7.5% خلال 5
سنوات ، وينتج عنه فوائد يجب دفعها في الحال إلى المؤجر قدرها

٢١٨٠٠ جنيه . إن هذا المنداد الإضافي يشكل علاوة المؤجر . وسوف تقوم الآن بتوزيع هذه العلاوة على أقساط الإيجار السنوية ، باستخدام هذا المنهج المؤلفين " Bower, Herringer et Williamson " . ولقد اخترنا هذا المنهج بسبب الطريقة التي يقوم بها لإظهار تلك العلاوة في نهاية مدة العقد ، وهو ما يبدو لنا واقعا . إن الطريقة المقترحة سابقا بواسطة المؤلفين لها ميزة ، أمام أعيننا ، في أنها تظهر علاوة المؤجر سنة بعد سنة ، ونقول الحق ، فإن هذا هو المنهج الوحيد الذي يعمل بشكل حقيقي كل قسط إيجار .

ولكى نحلل أقساط الإيجارات ، فإن المؤلفين المذكورين فيما قبل قد وضعوا فرضا بأن جزء من العلاوة يعتبر متاثلا في كل قسط إيجار . وفي نفس الوهلة ، فقد افترضوا أن ، في كل قسط إيجار ، نجد أن الجزء المخصص فقط لخدمة الدين يعتبر ثابتا . وبشكل عام ، فإن التوزيع يعتبر كما يلي :

* الجزء المخصص لخدمة الدين :

$$\% ٩٠.٢ = \frac{٢٠٠٠٠}{٢٢١٨٠٠}$$

* الجزء المخصص للعلاوة :

$$\% ٩.٨ = \frac{٢١٨٠٠}{٢٢١٨٠٠}$$

وكما يمكن أن سنخلصه من الجدول التالي ، فإن كل قسط إيجار سنوى يمكن إذن أن يتم تحليله إلى عنصرين بالضبط وذلك بفصل الجزئين اللذين قمنا بحسابهما .

جدول رقم ٢/١ تحليل أقساط الإيجار السنوية

(بالآلاف الجنيهات)

نهاية السنة	قسط الإيجار	العلاوة	خدمة الدين
١	٥٤.٨	٥.٤	٤٩.٤
٢	٥٤.٨	٥.٤	٤٩.٤
٣	٥٤.٨	٥.٤	٤٩.٤
٤	٥٤.٨	٥.٤	٤٩.٤
٥	٥٤.٨	٥.٤	٤٩.٤
المجموع	٢٧٤.٠	٢٧.٠	٢٤٧.٠

لقد قمنا سابقا بتحديد القيمة الحالية لعلاوة المؤجر وكانت مساوية لـ ٢١٨٠٠ جنيه . إن الجدول أعلاه قد نتج عنه أن علاوة المؤجر مساوية لـ ٥٤٠٠ جنيه فى السنة محسوبة على أساس معدل قدره ٧.٥ ٪ ، وبالتالى فإن القيمة الحالية للعلاوات الخمس تصل بالطبع رلى :

$$٥٤٠٠ \times \sqrt[5]{٥} = ٢١٨٠٠ \text{ جم}$$

ويبدو لنا أنه من المفيد الإصرار على حقيقة أن الخدمة السنوية للدين التى تصل إلى ٤٩٤٠٠ جنيه تتعلق بسداد الأصل ودفع فوائد القرض الذى يصل إلى ٢٠٠٠٠٠ جنيه بمعدل ٧.٥ ٪ وحتى نصل إلى كل

الوضوح المطلوب لهذه المشكلة ، فإننا نستطيع من جديد أن ننشئ جدولاً للتسديد كالاتى :

جدول رقم ٣/١

جدول السداد

(بالآلاف الجنيهات)

نهاية السنة (١)	خدمة الدين (٢)	الفائدة $7.5\% \times (٥)$ (٣)	السداد (٢) - (٣) (٤)	رصيد الدين (٤) - *(٥) (٥)
صفر	--	--	--	٢٠٠٠
١	٤٩.٤	١٥.٠	٣٤.٤	١٦٥.٦
٢	٤٩.٤	١٢.٤	٣٧.٠	١٢٨.٦
٣	٤٩.٤	٩.٦	٣٩.٨	٨٨.٨
٤	٤٩.٤	٦.٦	٤٢.٨	٤٦.٠
٥	٤٩.٤	٣.٤	٤٦.٠	صفر
المجموع	٢٤٧.٠	٤٧.٠	٢٠٠.٠	--

* من السطر السابق .

وينتج عن ذلك بوضوح أن الجدولين السابقين اللذين تم على أساسهما إتخاذ القرار بتوقيع عقد التمويل التأجيرى يجب أن يتم إنشائهما بشكل رئيسى على أساس مقارنة بين قيمة علاوة المؤجر والمزايا الحقيقية - التى تم اعتبار أنها تؤدى إلى الحصول على الأموال على أساس المعدل الممكن للقرض وهو 7.5% فى حالتنا هذه . وعلى مستوى تحليل التكلفة ، فإنه يمكن إذن عمل تجديد كلى لوظيفة التمويل بشكل بحث وخاصة بالتمويل التأجيرى والتركيز على التكلفة الإضافية التى يؤدى إليها التمويل التأجيرى - وبعبارة أخرى ، فهذا يعنى تقدير ما إذا كانت هذه التكلفة

الإضافية تعتبر لها مبرز حقيقي بسبب الخدمات الإضافية .

إن التحليل الرئيسي الذي نخرج به من هذا التقسيم لأقساط الإيجار يعتبر ضروريا للحكم الصائب علي الفرض الخاصة باللجوء إلي التمويل التأجيري . وفي الواقع العملي ، فيمكن إعطاء أهمية كبيرة للمزايا الضريبية التي يفترض أن يؤدي إليها التمويل التأجيري ، إلى الحد الذي يمكن أن نصل فيه إلي اعتبار ، دون أخطاء ، أن العامل الضريبي يضيف أهمية زاجحة . ولذلك فسوق نخصص الفقرة التالية لإدخال العامل الضريبي في تحليل تكلفة التمويل التأجيري .

جـ - إدخال العامل الضريبي في الاعتبار :

في هذه الفقرة ، فإننا غالبا سوف نستخدم مفهوم الكسب الضريبي لما يجب إذن أن نوضحه بشكل دقيق . وما نسميه بالكسب الضريبي هو مقدار التوفير في الضريبة التي نتحملها ، وذلك عن طريق تخفيض الوعاء الضريبي ، الذي يسمح بتحقيقه ، ولكي نتعرف علي منشأ وطبيعة الكسب الضريبي ، يجب أن نحدد ما يلي :

R	=	الإيراد الخاضع للضريبة .
C	=	المصاريف القابلة للخصم ضريبيا
B	=	صافي الربح
t	=	معدل الضريبة

ويتم كتابة العلاقة كما يلي :

$$B = (1 - t) R$$

ولنفترض الآن أن المشروع يجب أن يواجه مصروفات إضافية قابلة للخصم ضريبيا (C) ، وأن صافي الربح يصبح :

(معادلة ١/١)

$$B = (1 - t) (R - C)$$

$$B = (1 - t)R - C + tC$$

وفى المعادلة (١/١) ، فإن الكسب الضريبي يعتبر ممثلاً بواسطة التعبير tC . وبالتعريف ، فإن هذا الكسب يعتبر إيجابياً ووجوده يعتبر مرتبطاً بالمصروفات الإضافية . وينتج عن ذلك أن تعظيم هذا الكسب الضريبي لا يشكل هدفاً فى حد ذاته بأى حال من الأحوال وهذا يرجع إلى أنه فى الحقيقة يعتبر تعظيم للنفقات !

إن النفوائد المدفوعة تعتبر مصروفاً قابلاً للخصم من الإيرادات الخاضعة للضريبة وهي تعتبر إذن فى الأصل كسباً ضريبياً . ومع ذلك فإنه سوف يصبح من الخطأ أن نقارن نوعين من الديون على أساس الكسب الضريبي الذي سوف يؤدون إليه ، وهذا لسببين إثنين فمن جهة فإنه من البديهي أن القرض الذى سوف يكون معدل فوائده أكبر ، يكون هو الذى يؤدى إلى الكسب الضريبي الأكبر ، إن معيار تعظيم الكسب الضريبي سوف يقودنا إذن إلى إختيار القرض الأكثر تكلفة وبالتالى فإننا نحذف بالكامل مسألة معرفة ما إذا كان مربحاً الحصول على المزيد من الأموال .

أن المعادلة (١/١) يمكن أيضاً أن تكتب كالتالى :

$$B = (1 - t)R - (1 - t)C$$

حيث يكون التعبير $(1 - t)C$ يمثل العبء الصافى للضريبة ، بمعنى أن الوزن الحقيقى لهذا العبء أخذاً فى الإختيار التوفير فى الضريبة التى يؤدى إليه . وفى الحالة الخاصة للمصروفات المالية ، فإننا سوف نتكلم عن

الفوائد الصافية للضريبة .

وهي تعتمد بالكامل على قيمة القرض (E) ، وعلى معدل الفائدة (i) وعلى معدل الضريبة (t) فإننا نحصل على :

$$I = iE$$

$$(1-t) = (1-t)iE$$

إن التعبير $i(1-t)$ يمثل معدل الفوائد الصافي بعد الضريبة ، وتطبيقه على قيمة القرض ، فإنه يسمح بحساب الفوائد الصافية بعد الضريبة . إن النتيجة الطبيعية لذلك تعتبر هامة : فعندما نقارن طريقتين من طرق التمويل على أساس الفوائد الصافية بعد الضريبة المرتبطة بهما ، فإنه من الضروري استخدام معدل فوائد صافي بعد الضريبة بالنسبة لحسابات القيمة الحالية الضرورية عن إجراء المقارنات . ولكي نوضح هذه المشكلة ، لنأخذ قرضا بمعدل ٧,٥٪ وهو ما كان موجودا ضمنا في عقد التمويل التاجيري والذي قمنا على أساسه بإنشاء جدول السداد (أنظر الجدول ١/٣) .

وبإجراء الحسابات على أساس ٧,٥٪ فإن القيمة الحالية للخدمة السنوية للدين تصل بالتعريف إلى ٢٠٠٠٠٠ جنيه . وفي الحقيقة ، يكون لدينا :

$$٢٠٠٠٠٠ \times \frac{1}{1,075} = ٢٠٠٠٠٠ \text{ جنيه}$$

أما إذا أردنا أن نأخذ في الاعتبار العامل الضريبي ، فإنه يجب من جهة الأخذ في الاعتبار تدفق الفوائد الصافية بعد الضريبة ومن جهة أخرى استخدام معدل صافي بعد الضريبة عند إجراء حساب القيمة الحالية . وفي

مثالنا هذا فإن معدل الفائدة = بعد الضريبة يعتبر مساوياً .

$$i(1-t) = 7.5\% \times (1-0.4)$$

$$i(1-t) = 4.5\%$$

إن هذا يعنى أن . أخذنا في الاعتبار التأثير الضريبي ، فإن هذا القرض به ٧.٥٪ يكلف في الحقيقة ٤.٥٪ . وعلي هذا الأساس ، فإنه يمكن إنشاء جدول جديد للسداد (جدول ١/٤)

جدول رقم ١/٤

جدول السداد

(بالآلاف الجنيهات)

نهاية السنة (١)	رصيد الدين (٢) - (٣) (٢)	السداد (٢)	الفوائد الصافية بعد الضريبة (٢) × ٤.٥٪ (٤)	خدمة الدين بعد الضريبة (٢) + (٤) (٥)	القيمة الحالية على أساس ٤.٥٪ (٦)
سفر	٢٠٠٠	---	---	---	---
١	١٦٤.٦	٣٤.٤	٩.٠	٤٣.٤	٤١.٥
١	١٢٨.٦	٣٧.٠	٧.٤	٤٤.٤	٤٠.٧
٣	٨٨.٨	٣٩.٨	٥.٨	٤٥.٦	٤٠.٠
٤	٤٩.٠	٤٢.٨	٤.٠	٤٦.٨	٣٩.٢
٥	صفر	٤٦.٠	٢.١	٤٨.١	٣٨.٦
المجموع	---	٢٠٠.٠	٢٨.٣	٢٢٨.٣	٢٠٠.٠

* من السفر السابق .

أن النتيجة الطبيعية التي يمكن إستخلاصها يوضح من الجدول ٤/١ : لإعطاء أسباب صحيحة علي التدفقات الصافية بعد الضرائب .

فإنه من المحتم أن نستخدم معدلا للقيمة الحالية صافيا بعد الضرائب . فإذا تم يتم إستيفاء هذا الشرط ، فإنه يكون من الصعب على وجه الإطلاق أن نجد القيمة المبدئية الفعلية للقرض ، إن عدم الإستطاعة هذه تعتبر دليلا واضحا للتطيش والتخبط الذي يمكن ارتكابه إذا إستخدمنا التدفقات مع معدل ذو طبيعة مختلفة ومتباينة .

إن أقساط الإيجار التي تنتج عن عقد التمويل التأجيري تعتبر بوجه عام قابلة للخصم من الربح الخاضع للضريبة ونتيجة لذلك فإنها تعتبر منشأ للكسب الضريبي . إن الميزة الضريبية للتأجير التمويلي لا يمكن قياسها مطلقا بواسطة قيمة هذا الكسب الضريبي . وفي الحقيقة ، فإن التعبير الآخر للبدل يتضمن الإقتراض وشراء السلع والمعدات الرأسمالية . إن هذا الحل يؤدي كذلك إلى مصروفات قابلة للخصم من الربح الخاضع للضريبة - إن الإستهلاك الصناعي للمعدات وانقوائه - تعتبر هي الأخرى ذات منشأ وسبب للكسب الضريبي . إن التمويل التأجيري لا يستطيع إذن أن يقدم ميزة حقيقية إلا إذا كان يؤدي إلى كسب ضريبي ويكون أعلي من ذلك الآخر الذي يرتبط بشراء المعدات والسلع الرأسمالية .

إن هذا الشرط الأخير يعتبر ضروريا ، ولكنه ليس كافيا ، لكي يؤكد وجود ميزة حقيقية مرتبطة بالتمويل التأجيري . لقد رأينا في الواقع أن حجم الكسب الضريبي يعتمد مباشرة على أهمية المصروف الذي يتطلبه . وفي حالة التمويل التأجيري ، فإن هذا الكسب الضريبي الناتج عن قسم من الإيجار والإيجار الذي يتكون من علاوة المؤجر ، وفوائده سداد الدين بالمعدل الممكن للإقتراض . ولناخذ بالفتاح هذه العوامل الثلاثة في إطار المتدنية

للكاسب الضريبية .

* علاوة المؤجر ، مثل كل عوامل قسط الإيجار ، تعتبر بالطبع قابلة للخصم من الربح الخاضع للضريبة . ومع ذلك ، فإنه لا يمكن إعتبارها بجدية على أنها هي منشأ حقيقى للميزة الضريبية طالما أن الكسب الضريبى الذى أدت إليه ليس له أهمية العلاوة المرتفعة وبالرغم من أن قيمة العلاوة الصافية بعد الضريبة يجب أن تكون متضمنة فى تكلفة التمويل التأجيرى ، ولا يتبقى بعد ذلك غير الكسب الضريبى المرتبط بها والذي لا يمكن إعتباره بأى حال كجزء من المزايا الضريبية البحتة التى يتم الحصول عليها بواسطة التمويل التأجيرى .

* إن الفوائد تعتبر كذلك قابلة للخصم من الربح الخاضع للضريبة وأخذاً فى الإعتبار أنها بالتعريف تعتبر متماثلة فى حلين إثنين يتم مواجهتهما - وبعبارة أخرى التأجير أو الشراء - ، إنهما لن يخلقا مزايا ضريبية لصالح أى من الطرفين إننا نستطيع إذن أن نحذفهما عن المقارنة . وإذا كان عدم التمويل الموضوع يحتمل انتحرف بواسطة أى من الطرفين متساويان ، فإنه ينتج عن ذلك كسب ضريبى أعلى بالنسبة لذلك الذى يعطى أموالاً أكثر إلى المشروع . وفى هذه الحالة من جديد ، فإن هذا لا يعنى إلا ميزة ضريبية وهمية طالما أنها مرتبطة بمزيد من المصروفات .

* إن الدفعات المسددة المتضمنة فى قسط الإيجار تعتبر كذلك قابلة للخصم من الربح الخاضع للضريبة . إن قيمتها تعتبر بالتعريف متطابقة تماماً لسعر شراء السلع والمعدات الرأسمالية . فإذا قام المشروع بشراء هذه السلع فإن الدفعات المسددة تعتبر هى نفسها ، ولكن لا تعتبر

قابلة للخصم من الريح الخاضع للضريبة ، وعلى العكس فإن المشروع يستطيع أن يخفض وعاء الضريبة عند عمل إستهلاكات صناعية والتي تكون -بمقتها بالتعريف مساوية لسعر شراء الأصول والمعدات الرأسالية . إنه عند هذا المستوى فإن الميزة الضريبية البحتة يمكن أن تظهر لصالح أى من الحلين . إن الميزة الضريبية البحتة تعتبر تلك التي لا تكون مرتبطة بتكاليف إضافية ، إنه لا يمكن إذن أن نستنتج غير إختلافات في المعالجة الضريبية المطبقة بالنسبة للعناصر المختلفة للتكلفة إن هذا هو ما يمكن ملاحظته في مقارنتنا بين التأجير التمويلي والشراء .

وما تقدم ، فإننا نستنتج أن الميزة الضريبية البحتة التي يمكن أن يؤدي إليها التمويل التأجيري يمكن فصلها بواسطة مقارنة بسيطة للمكاسب الضريبية التي تصحب الدفعات المسددة - والتي يمكن خصمها من الريح الخاضع للضريبة في حالة التأجير - ومن جهة أخرى الإستهلاكات الصناعية - القابلة للخصم من الريح الخاضع للضريبة في حالة الشراء .

وفي مثالنا ، فقد افترضنا أن الإستهلاك يعتبر خطيا ومحسوبا على أساس ٥ سنوات . إن الإستهلاك السنوى يصل إذن إلى ٤٠٠٠٠ جنيه وأن الكسب الضريبي الذي ينتج عن ذلك يصل إلى ١٦٠٠٠ جنيه . إن الميزة الضريبية البحتة يمكن أن نستخلصها من الجدول التالي :

جدول رقم ٥/١
الميزة الضريبية البعثة من التمويل التأجيلي

(بآلاف الجنيهات)

نهاية السنة	الدفعات المسداة	الكسب الضريبي المرتبط بالدفعات	الكسب الضريبي المرتبط بالإستهلاك	الميزة الضريبية البعثة	القيمة الحالية للميزة الضريبية البعثة على أساس ٤.٥ %
(١)	*(٢)	$٤ \times (٢) = (٣)$	(٤)	$(٤) - (٣) = (٥)$	(٦)
١	(٣٤,٤)	١٣,٨	١٦	(٢,٢)	(٢,١١)
٢	(٣٧,٠)	١٤,٨	١٦	(١,٢)	(١,١٠)
٣	(٣٩,٨)	١٥,٩	١٦	(٠,٩)	(٠,٠٩)
٤	(٤٢,٨)	١٧,١	١٦	١,١	٠,٩٥
٥	(٤٦,٠)	١٨,٤	١٦	٢,٤	٠,٨٥
الجميع	(٢٠٠,٠)	٨٠,٠	٨٠,٠	صفر	(٠,٤٠)

* عمود (٤) من الجدول ١/٣
الأرقام بين الأقواس تعتبر سالبة.

إننا نلاحظ ، بالإضافة إلى أننا ذكرنا المبالغ الخاصة بالمكاسب الضريبية علي التوالي والمرتبطة بكل من الحلين الإثنين والتي تعتبر متماثلة ، ولذا نذكر أن هذا يرجع إلى التساوي بين مبالغ الدفعات المسداة ، ومبالغ الإستهلاكات وسعر شراء السلعة ، ولكي يتم قياس الميزة الضريبية البعثة لأحد الحلول بالمقارنة بالحل الآخر ، فإنه يجب إيجاد القيمة الحالية للإلتزامات " الإختلافات " السنوية بين المكاسب الضريبية ، إن النتائج تظهر في العمود الأخير للجدول ٥/١ . وفي مثالنا ، فإننا نلاحظ قبل كل شيء أن التمويل التأجيلي ، أبعد من أن يزود بمزايا ضريبية بعثة . بل إنه

على العكس يؤدي إلى مساوئ ، وبعد ذلك ، فإنه يجب أن نؤكد على أن التأثير الضريبي البحت يظل في جميع الأحوال سببا ضعيفا جدا بالنسبة للتكاليف الكلية للعملية . إننا نرى إذن أن التأثير الضريبي البحت للتمويل التأجيري لا يعتبر هاما أو موافيا بالرغم من أنه قد يعتبر أحد المؤثرات الإعلانية التي تميل إلى إحداث الظن بأنه يفعل ذلك .

د - منهج مبسط للتحليل :

أن الخطوات التي تم إتباعها حتى الآن كان الهدف منها التعريف بدقة بطبيعة الخصائص المتعلقة بالإلتزام بالتمويل التأجيري والبرهنة بوضوح للمكونات المختلفة لقسط الإيجار . إنه يمكن التخفيف بشكل كبير من هذه الخطوات لكي نحصل على منهج للحساب البسيط جدا والذي يسمح بالتقويم السريع ، ولكن بنفس الدقة ، وكذلك التكاليف الإضافية بعد الضريبة والتي يظهرها التمويل التأجيري .

إن هذه التكاليف الإضافية تتكون فقط من علاوة المؤجر صافية الضريبة ، والمخصم المعمول للميزة الضريبية البحتة والتي يمكن أن يظهرها التمويل التأجيري ، وإذا ما قمنا بجعل :

$V_A =$ - القيمة الحالية .

$P_j =$ - علاوة المؤجر التي يجب دفعها في نهاية السنة j .

- دفعة سداد الدين المتضمنة في التمويل التأجيري في نهاية السنة j .

$R_j =$

$A_j =$ - الإستهلاك الصناعي للسلعة الرأسمالية في نهاية السنة j .

- التكاليف الإضافية صافية الضرائب للتمويل التآجيري $\Delta =$

- معدل الضريبة $t =$

وبحساب القيمة الحالية علي أساس معدل الإقتراض الممكن بعدد الضريبة ، فإنه يمكن أن نضع المعادلة التالية :

معادلة رقم (١/٢)

$$\Delta = \underbrace{\sum VA [P_j (1-t)]}_{\text{علاوة المؤجر خالصة الضرائب}} - \underbrace{\sum VA [tR_j - tA_j]}_{\substack{\text{الميزة الضريبية البحتة} \\ \text{للتحويل التآجيري} \\ \text{(جدول ١/٥)}}}$$

إن علاوة المؤجر قبل الضريبة تعتبر مساوية لـ ٥٤٠٠ جنيه في السنة كما أنها تساوي ٣٢٤٠ جنيهها بعد الضريبة وبالحساب علي أساس معدل الفائدة الصافي بعد الضريبة ، فإن قيمتها الحالية تصل إلي ١٤٢٠٠ جنيه. إن التكاليف الإضافية الصافية بعد الضريبة والتي أدي إليها التمويل التآجيري تصل إلى :

$$\Delta = 14200 - [5400 -] = 14600 \text{ جنيه}$$

إننا نعرف معدل الإقتراض الممكن الصافي بعد الضريبة ، وبالتالي فإن القيمة الحالية لمخدمة الدين بعد الضريبة تعتبر بالتعريف ، مساوية للقيمة المبتدئية للفرض (أنظر جدول ١/٤) . وطالما أن التمويل الذي تم الحصول عليه بواسطة المشروع يغطي بالكامل سعر شراء السلعة الرأسمالية - وهذا هو الحال في التمويل التآجيري - فإنه يمكن بالطبع إجلال القيمة الحالية لمخدمة هذا الدين بعد الضرائب بواسطة سعر شراء السلعة الرأسمالية

ولنفترض مقدما أن :

- فوائد الدين المتضمنة في التمويل التأجيري في نهاية السنة $I_j =$

- سعر شراء السلعة الرأسمالية $PA =$

إننا نستطيع أن نضع بالتعريف أنه على أساس معدل القرض الممكن الصافي بعد الضريبة :

$$\text{صفر} = \sum VA [R_j + I_j (1-t)] - PA$$

وبأخذ المعادلة (١/٢) ، يمكن أن نضيف إليها بدون أية تعبيرات أخرى سابقة ، نحصل على :

$$\begin{aligned} \Delta &= \sum VA [P_j (1-t)] - \sum VA [tR_j] + \sum VA [tA_j] \\ &+ \sum VA [R_j + I_j (1-t)] - PA \\ &= \underbrace{\sum VA [P_j (1-t) + R_j (1-t) + I_j (1-t)] - PA}_{\text{قسط الإيجار الصافي بعد الضرائب}} \end{aligned}$$

$$+ \sum VA [tA_j]$$

(معادلة ١/٣)

$$\Delta = \sum VA [L_j (1-t)] - PA + \sum VA [tA_j]$$

نستعمل L تعبر عن أقساط الإيجار السنوية .

إن هذه الصيغة الرياضية تستحق السماح بحساب سريع جدا للتكاليف الإضافية الصافية بعد الضريبة التي يمكن أن يؤدي إليها التمويل التأجيري طالما أنه لا يتضمن إلا المعطيات المعروفة بدقة وتؤكد في وقت

تقديم انعقد . إن أفساط الإيجار تعتبر في أوقات شرطا أساسيا للعقد ،
 إن سعر شراء الساعه الرأسمالية يعتبر معروفا بوجه عام ، وكذلك
 الإستهلاك الصناعى الذى يمكن إحصائه إذا ما تم شراء المعدات الرأسمالية
 مروضع الإعتبار ولنذكر إن قسط الإيجار السنوى يصل إلى ٥٤٨٠٠
 جنيه ، وأن الإستهلاك الصناعى يصل إلى ٤٠٠٠٠ جنيه سنويا ، فإننا
 نحصل فى مثالنا هذا على :

$$\Delta = \sqrt{5} \times 0.6 \times 54800 - \sqrt{5} \times 0.4 \times 40000 + 20000 = 14430 - 7300 + 20000 = 26130 \text{ جنيه}$$

وهذا على أساس سعر فائدة القيمة الحالية وهو مساوى لمعدل القرض
 الصافى بعد الضرائب ، وهو ٤.٤٪ . إن هذه النتيجة تتعلق بالطبع بما كنا
 قد حصلنا عليه سابقا .

إن هذا المنهج للحساب المبسط يعتبر سريع جدا فى إستخدامه ،
 ولتلاحظ مع ذلك أنه يمثل صعوبة فى عدم السماح بحساب المزايا والمساوى
 الضريبية البحتة للتحويل التاجيرى . إن هذا العيب يعتبر مع ذلك صغيرا
 لأنه فى معظم الحالات ، نجد أن أهمية هذا العامل يعتبر مهملا تماما .

ثالثاً - تعميق التحليل وانتقادات :

إن الطريقة التي قمنا بتقديدها تختلف عن المناهج المستخدمة حالياً لتحديد قرص عقد التمويل التأجيري . إن هذه المناهج الأخيرة تستند إلى خصائص التمويل التأجيري والتي تبدو كأنها ذات مزايا كبيرة بالنسبة لوجهة النظر المحددة من ناحية التكاليف ، ومن ناحية أخرى لها مزايا نوعية مختلفة والتي تعطى جاذبية أكثر لهذه العملية . إننا سوف نقوم إذن بعرض وانتقاد هذه الطرق الحالية ، ثم نقوم بعد ذلك بعرض أساس هذه الانتقادات ثم نقوم بالحكم مع تعديل المنهج الذي إقترحناه . كما أننا سوف نناقش بعد ذلك المزايا النوعية المختلفة المرتبطة بشكل عام بالتمويل التأجيري لكي تحكم وتعرف على الحقيقة .

١ - الطرق الحالية للتحليل :

إن الطرق التقليدية المستخدمة لها كل الخصائص لمقارنة أسلوب التمويل التأجيري مع أي أسلوب آخر من الأساليب التقليدية للتمويل ، طبقاً للأعراف والاستخدامات التطبيقية ، إنها تقارن عملية التأجير التمويل مع عمليات التمويل غير المتجانسة أو المتغايرة الخواص المكونة من حقوق الملكية وأموال الغير المقترضة . وفي هذه المناهج التقليدية ، فإن المقارنة والمطابقة تقوم على أساس التدفقات النقدية الخارجة خالصة الضرائب والتي قد تؤدي إليها طرق التمويل محل البحث . ولكي نبسط ونوضح العرض ، فإننا سوف نستكمل مثالنا مع افتراض أن المشروع يدرس بالتساوي نوعين آخرين من أساليب التمويل :

- أولا قرض به ١٥٠٠٠٠ جنيه بمعدل فائدة ٧.٥٪ مع تمويل ذاتي (حقوق أصحاب المشروع) يبلغ ٥٠٠٠٠ جنيه (أى ٧٥٪ بواسطة تمويل خارجي) .

- وثانيا قرض به ٥٠٠٠٠ جنيه بمعدل فائدة ٧.٥٪ مع تمويل ذاتي من جانب أصحاب المشروع قدره ١٥٠٠٠٠ جنيه (أى ٢٥٪ فقط عن طريق الأموال المقترضة) .

وفى الحالتين ، فإن القرض يجب سداد على ٥ دفعات سنوية متساوية .

إن التدفقات النقدية الخارجة صافية الضرائب الناتجة من التمويل التأجيرى تتكون فقط بواسطة أنساق الإيجار السنوية صافية الضرائب .

ويمكن كل جهرى ، فإن تكلفة التمويل التأجيرى صافية الضرائب ، معبرا عنها بالجنيهات والتي نرحلها بالرمز CL تعتبر مساوية لـ :

(معادلة ١/٤)

$$CL = \sum VA [L_i (1 + i)^i]$$

إن التمويل التأجيرى يؤدى إلى تدفقات نقدية صافية بعد الضريبة

تكون من :

- قيمة غير مغطاة بالقرض ، بمعنى وضع أموال أصحاب المشروع المبذولة

(S)

- دفعات سنوية مسددة من القرض (R j)

- نوائد سنوية صافية الضرائب $[I_j(1-t)]$ ،

- مكاسب ضريبية سنوية نتيجة لحساب الإستهلاك الصناعي (tA_j) .

وجبريا ، فإن التكلفة صافية الضريبة لأحد الحلول التقليدية لتمويل

والتي نرمز لها الرمز CT تعتبر مساوية لـ :

(معادلة رقم ١/٥)

$$CT = S + \sum VA [R_j + I_j(1-t)] - \sum VA (tA_j)$$

وفي مثالنا هذا ، فإن التدفقات النقدية السنوية الخارجة صافية

الضرائب الناتجة عن التمويل التآجيري تعتبر ثابتة ومساوية لـ :

$$٣٢٨٨٠ = ٠,٦ \times ٥٤٨٠٠$$

إن التدفقات النقدية الخارجة المرتبطة بالبديلين المتعلقين بالتمويل

التقليدي تظهر في الجدولين الموجودين في الصفحات التالية .

جدول رقم ١/٦

"التدفقات الخارجة المبدئية" ٧٥% تمويل خارجي

(القيمة بالآلاف الجنيهات)

نهاية السنة (١)	حقوق الملكية (٢)	رصيد الترخيص (٣)	سداد الديون (٤)	البرائز صافية الضرائب $\% ٤.٥ \times (٣) *$ (٥)	الإستهلاك الصافي (٦)	الكسب الضريبي $٠.٤ \times (٦)$ (٧)	صافي التدفقات التدفق الخارجة $(٧) - (٥) + (٤) + (٢)$ (٨)
صفر	(٥٠٠.٠)	١٥٠	—	—	٤٠	١٦	(٥٠٠.٠)
١	—	١٢٠	(٣٠)	(٣٠.٨)	٤٠	١٦	(٢٠.٨)
٢	—	٩٠	(٣٠)	(٥.٤)	٤٠	١٦	(١٩.٤)
٣	—	٦٠	(٣٠)	(٤.٠)	٤٠	١٦	(١٨.٠)
٤	—	٣٠	(٣٠)	(٢.٧)	٤٠	١٦	(١٦.٧)
٥	—	—	(٣٠)	(١.٤)	٤٠	١٦	(١٥.٤)
المجموع	(٥٠٠.٠)	—	(١٥٠)	(٢٠.٣)	٢٠٠	٨٠	(١٤٠.٣)

* من السطر السابق مباشرة.
الرقم بين الأقواس يشير تدفقات نقدية خارجية.

جدول رقم ١/٧
التدقيقات المحاسبية الخارجة للمدبل "٢٥ ٪ تمويل خارجي"

(القيمة بالآلاف الجنيهات)

صافي التدفقات التقنية الخارجة (٧) - (٥) + (٤) + (٢) (٨)	الكسب الضري (٧) × ٠.٤	الإستهلاك الصناعي	الفوائد صافية الضرائب * (٣) × ٤.٥	سداد التدفقات	رصيد القرض	حقوق الملكبة	نهاية السنة
(١٥٠.٠٠)	---	---	---	---	٥٠	(١٥٠.٠٠)	صفر
٣.٨	١٦	٤٠	(٢.٢)	(١٠)	٤٠	---	١
٤.٢	١٦	٤٠	(١.٨)	(١٠)	٣٠	---	٢
٤.٦	١٦	٤٠	(١.٤)	(١٠)	٢٠	---	٣
٥.١	١٦	٤٠	(٠.٩)	(١٠)	١٠	---	٤
٥.٥	١٦	٤٠	(٠.٥)	(١٠)	صفر	---	٥
(١٢٦.٨)	٨٠	٢٠٠	(٦.٨)	(٥٠)	---	(١٥٠.٠٠)	المجموع

* من السطر السابق مباشرة .
الأرقام بين الأقواس تعتبر تدفقات نقدية خارجة .

وعند القيام بحساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المرتبطة بكل
بديل مقترح ، فإننا نحصل لكل علي القيمة الحالية للتكاليف خالصة
الضرائب . ويمكن تلخيص النتائج في الجدول التالي :

جدول رقم ١/٨
مقارنة التكاليف

(القيمة بالآلاف الجنيهات)

التدفقات النقدية الخارجة			نهاية السنة
على أساس ٢٥٪ تحويل خارجي	على أساس ٧٥٪ تحويل خارجي	التمويل التأجيلي	
(١٥٠.٠٠)	(٥٠.٠٠)	—	صفر
٣.٧٥	(٢٠.٧٥)	(٣٢.٨٨)	١
٤.٢٠	(١٩.٤٠)	(٣٢.٨٨)	٢
٤.٦٥	(١٨.٠٥)	(٣٢.٨٨)	٣
٥.١٠	(١٦.٧٠)	(٣٢.٨٨)	٤
٥.٥٥	(١٥.٣٥)	(٣٢.٨٨)	٥
(١٢٦.٨)	(١٤٠.٣)	(١٦٤.٤)	التكاليف بدون قيمة حالية
(١٢٩.٧)	(١٢٩.٧)	(١٤٤.٣)	قيمة حالية على أساس ٤.٥٪
(١٣٢.٧)	(١١٩.٤)	(١٢٤.٦)	قيمة حالية على أساس ١٠٪
(١٣٥.٩)	(١٠٧.٨)	(١٠٢.٨)	قيمة حالية على أساس ١٥٪

إن مستخدمي الطرق الحالية للتحليل يفترضون ، ظاهرياً وضمنياً ،
أن الافتراضين التاليين قد تم إختيارهما :

- فمن جهة ، نجد أن تأجير المعدات الرأسمالية سوف يسمح
للمشروع بتحقيق وفورات أولية من ناحية أموال حقوق الملكية الضرورية

لتمويل الشراء .

- ومن جهة أخرى فإن هذا الوفّر سوف يتم استثماره فى الحال بمعدل الربحية الأدنى المطلوب بواسطة المشروع بالنسبة للاستثمارات الجديدة (إن هذا المعدل ، والذي يعتبر تكلفة فرصة بديلة بحتة ، يسمى غالبا متوسط تكلفة رأس المال) .

وينتج عن ذلك أن ، فى جميع الطرق الحالية ، أنه يجب إستخدام هذه التكلفة المتوسطة لرأس المال بدلا من معدل الإقتراض الممكن الصافي بعد الضريبة وذلك لكى تقوم بعمل القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخاصة بكل بديل من البدائل المقترحة . وفى الحقيقة ، فإذا ما تم إختيار هذين الفرضين ، فإن ميزة المقدرة على طرحهما بخروج التدفيدة عبر الزمن يمكن قياسها عن طريق الربحية التى يمكن الحصول عليها من الأموال المتوفرة بهذه الطريقة .

وإذا ما إفترضنا أن التكلفة المتوسطة لرأس المال صافية الضريبة تصل إلى ١٨ ٪ ، فإننا نلاحظ أن تكلفة التمويل التاجيري - محسوبة تبعا لهذه الطرق الحالية - تعتبر أقل قليلا من تلك المحسوبة بالطريقتين اللتين تم دراستهما . وعلى العكس ، فإذا ما كانت التكلفة المتوسطة لرأس المال صافية الضريبة قد تم تقديرها على أساس ١٠ ٪ - أو بعبارة أخرى إذا إستطاع المشروع فعلا إعادة استثمار هذه الأموال بمعدل ١٠ ٪ صافى الضرائب - فإن التمويل من طريق اقتراض ١٥٠٠٠ جنيه يبدو وكأنه أفضل من التاجير التمويلي . وأكثر من ذلك ، فقد لاحظنا ، أن

التأجير التمويل يعبر أقل فائدة من كل البدائل الأخرى للتمويل
بالافتراض على أساس ٤.٤٪ صافية الضريبة إذا ما تم استخدامه كمعدل
للتقييم الحالية (معدل الافتراض المكن صافي الضريبة) .

ب - المزايا الضريبية للتمويل :
بما - المزايا الضريبية للتمويل :
بما - المزايا الضريبية للتمويل :

وقد رأينا أن الطرق الحالية لتحليل التمويل التأجيري تقوم على
أساس فرضين أساسيين ، الأول يستند إلى تحقيق الوفرة الأولى في حالة
التمويل التأجيري ، والآخر يتعلق بمعدل الربحية المتوسطة التي يمكن
للمشروع أن يحصل عليها بالنسبة لاستثماراته الجديدة . إن هذين
الافتراضين يعتبران محل انتقاد إلى حد كبير كما سوف نشير إليه عند
تحليلهما تباعا .

وفي حالة شراء المعدات الرأسمالية ، فإن المشروع لا يستطيع
الحصول على الأموال إلا بصيغة بائنة عن طريق الحصول على قرض يغطي
مجموع قيمة الشراء كما يجب عليه أن يميز نفسه للتمويل الإضافي " أما
إذا قام المشروع بتأجير السلع الرأسمالية ، فإنه يعتبر إذن أنه تجنب تكلفة
الأموال اللازمة لحقوق الملكية . إن التناقض الحالية تفترض أن المشروع سيقوم
باستخدام أهواله من حقوق الملكية بشكل عملي مريح وليس من أجل تمويل
السلع الرأسمالية المؤجرة .

إن هذين الافتراضين لا يعتبران قد تم اختيارهما إلا نادرا جدا في
الواقع . فمن جهة ، فإذا ما قام المشروع باللجوء إلى المساهمين لكي
يضمن تمويل السلع الرأسمالية في حالة الشراء فإنه سوف يكون مشيرا

للمدخلة في حالة التأجير ، أن يضع بعد كل حساب أن يساهم في
استثمارات أكثر . ومن جهة أخرى ، فإذا كان المشروع يمتلك فعلا القيمة
الضرورية للتمويل الإضافي ، ولكنه يؤجر السلع الرأسمالية بدلا من
شراؤها ، فإنه لا يؤكد أنه يتخذ بشكل منظم هذه القيم ضمن إستخداماته
المرجحة . بعبارة أخرى ، فإن هذا التوفير البدئي يمكن أن يؤدي إلى تقاطع
بين الإستثمارات المنتجة - الحالة التي فيها يكون إستخدام التكلفة
المتوسطة لرأس المال لها ما يبررها - ولكن ببساطة يعاد تخصيصها في
النقلية ، وفي الحالة الأخيرة ، فإنه يجب إستخدام معدل الإقتراض الممكن
صافي الضريبة بالنسبة لعمل القيمة الحالية للدفقات النقدية المرتبطة بكل
بدل ، لأنها تشكل تكلفة فرصة بديلة حقيقية .

وعنك بالطبع مواقف تكون فيها الإقتراضات الخاصة بالطرق الحالية
أكثر أو أقل اختيارا . ومعنى آخر ، فإن توقيع عقد التمويل العاجل
يمكن أن يسمح المشروع بتخصيص الأموال المتاحة في استخدامات أخرى
مرجحة . ويتبقى بعد ذلك أن إستخدام التكلفة المتوسطة لرأس المال صافي
الضريبة يظل محل إنتقاد شديد بالنسبة لتحديد الميزة - أو المساوي -
للتكلفة الخاصة بالتمويل التأجيري . ولناخذ في هذا الشأن ما هو موجود
بجدول ١/٨ ، فإننا يمكن أن نلاحظ فيه أنه عند معدل ١٠٪ فإن البدائل
الحاصن بالإقتراض يقودون إلى تكاليف ذات قيم حالية مختلفة إن هذا
يؤدي بنا إلى إستنتاج أن قرض بـ ١٥٠٠٠٠ جنيه بسعر ٧.٥٪ - الهديل
للخاص " ٧٥٪ بواسطة أموال الغير " - يعبر أقل غلوة من قروض يبلغ
٥٠٠٠٠ جنيه بسعر ٧.٥٪ - الهديل الخاص بـ " ٢٥٪ بواسطة أموال

الغير " - ، فإذا أردنا مقارنة تكلفة طرق التمويل ، فإن هذا يعتبر نتيجة غير معقولة بداهة . إنه من المؤكد بداهة أن القرض الخاص بـ ١٥٠٠٠٠ جنيه سوف يؤدي إلى مصروفات مالية أكثر ضخامة من القرض ذو الـ ٥٠٠٠٠ جنيه : ١١٢٥٠٠ جنيه مقابل ٣٧٥٠٠ جنيه بالنسبة للسنة الأولى . إن عمل القيمة الحالية على أساس معدل ١٠٪ بالنسبة للتدفقات النقدية الخارجة صافية الضرائب المرتبطة بكل قرض على هذه تظهر على العكس ميزة في التكاليف لصالح القرض الأكبر حجماً . إن هذه النتيجة ، تعتبر غريبة من أول وهلة وهي تنبع من أن عمل القيمة الحالية على أساس معدل ١٠٪ ، يفترض ضمناً أن فائض الأموال التي أدى إليها القرض ذو الحجم ١٥٠٠٠٠ جنيه يعتبر كما لو أنه قد استثمر بطريقة منظمة بمعدل ١٠٪ . وأخذاً في الاعتبار أن هذا القرض يكلف ٧.٥٪ سنوياً - أي ٤.٥٪ صافي الضريبة - فإنه من المحتم أن يبدو وكأنه الأكثر منفعة طالما أنه يبدو بأنه يسمح باستثمار قيم أكثر أهمية .

وحتى لو أن المشروع يعتبر أن له الحق في أن هذه الافتراضات تعتبر حقيقية - ويعني آخر حتى إذا كان يستطيع إعادة استثمار الوفورات الأولية التي يقوم التمويل التاجيري بإظهارها ، وأن هذا يتم على أساس متوسط تكلفة رأس المال صافية الضرائب فإننا نعتبر أنه من الخطأ إدخال هذه العوامل الجديدة في التحليل المقارن للتكاليف . إنه في الحقيقة من الخطأ أن نخلط عملية تمويل - والتمويل التاجيري ليس إلا عملية تمويل - مع عملية تخصيص متوقعة للأموال التي سوف نحصل عليها بهذه الطريقة لهذا التمويل . وعند القيام بعمل القيمة الحالية على أساس معدل أعلى

من معدل اقراض الممكن صافي الضريبة . وهنا هو الذى مسئناه رغم ذلك .
لأننا نوازن ونعمل مقصدا بين خفض تكلفة التمويل أكثر حجما - وهذا
هو افعال في التمويل التأجيري - بواسطة الأرباح المرتبطة بالإستثمارات
الإضافية المسكنة .

إنه من المهم إذن أن نحدد بشكل دقيق تحليل تكاليف فرق التمويل
بالنسبة للعوامل التى تشتر مشاكل واتى توصى فى الحقيقة باعتباريات
مختلفة تماما : إن هنا يعنى نبي الواقع تحديد ما إذا كان من المفيد أن نقوم
التمويل بزيادة حجم استثمارات . وإننا نرى أن مشكلة "م" الأمر لا تأخذ
فى اعتبارها فقط القيمة المبدئية المودعة تحت تصرف المشروع . وإننا نأخذ
على سبيل المثال نوعين من القرض : أ ، ب ب ٥٠٠ جنيه على أساس
معدل فائدة ٨٪ . أن اقترض أ يعتبر قابلا للسداد خلال ٥ سنوات سنوية
متساوية قدرها ١٠٠ جنيه لكل ، في حين أن القرض ب يعتبر قابلا
للسداد على أساس دفعة واحدة قدرها ٥٠٠ جنيه في نهاية السنة الخامسة
أنه من المبدئى أن القرض " ب " يترك ال ٥٠٠ جنيه متروكا تحت تصرف
المشروع فى حين أن القرض " أ " لا يترك سوى متوسط قدره ٢٠٠ متروكا .

وفي الختام فإنه من المهم الإصرار على حقيقة أنه لكى نقارن بدقة
التكاليف المختلفة للتمويل فإنه لا يجب إدخال أية عوامل فى
التحليل غير العوامل المرتبطة تماما بالتكلفة ، إن الطريقة التى إقترحناها
لتحليل تكلفة التمويل التأجيري تستجيب تماما لهذا القرض وفي الحقيقة
فإن القيام بعمل القيمة الحالية على أساس معدل سعر الفائدة الممكن
التمويل فى نفس الضريبة يسمح بتحقيق هدفين إثنين فى نفس الوقت هما :

- الأول ، أنه يتم حذف تأثير حجم الأموال الموضوعة تحت التصرف
تماما من حساب التكاليف . ومن البديهي فعندما نأخذ المعادلة (١/٥)
والتي تعبر عن التكلفة (CT) للتمويل الإضافي :

$$CT = S + \sum VA [R_j + I_j (1 - t)] - \sum VA [t A_j]$$

وعلى أساس معدل الإقتراض الممكن صافي الضريبة ، فإن القيمة
الحقيقية لحدمة هذا الدين صافي الضريبة ، مثلما رأينا ، يعتبر مساويا
للقيمة المبدئية للقرض (E) . وأخذا في الإعتبار أن قيمة القرض
بالإضافة إلى أموال حق الملكية المبدئية (S) تعتبر مساوية لسعر شراء
السلع والمعدات الرأسمالية ، وننتج عن ذلك :

(معادلة رقم ١/٦)

$$CT = PA - \sum VA t A_j$$

ومن هنا فإنه من البديهي أن القيمة الحالية للتكلفة لأي من بدائل
التمويل تعتبر مستقلة عن قيمة الأموال المتاحة تحت تصرف المشروع
بواسطة الإقتراض .

- وثانيا ، إننا نحصل فوراً على الفرق الحقيقي للتكلفة الخاصة
بالبدائل المختلفة للتمويل التي نبحثها . وبالرجوع إلى جدول (١/٨) ،
نلاحظ في الحقيقة أنه علي أساس سعر الإقتراض الممكن ، فإن البدائل
المتعلقة بـ " ٧٥٪ بواسطة أموال الغير " ، " ٢٥٪ بواسطة أموال الغير " ،
يكون لها نفس القيمة الحالية للتكلفة . وأكثر من ذلك ، فإننا نلاحظ أن

الفرق بين تكلفة التمويل التأجيرى - سواء كانت ١٤٤٣٠٠ جنيه -
وتكلفة البديل " ٧٥٪ بواسطة أموال الغير " - أو سواء كانت ١٢٩٧٠٠
جنيه - تعتبر مساوية تماما لـ ١٤٦٠٠ جنيه والتي تمثل الفائض فى
التكاليف التى أدى إليها التمويل التأجيرى كما رأينا سابقا . ونجربا ..
فإن هذه الظاهرة يمكن أن يتم شرحها بسهولة . وبالرجوع إلي المعادلات
(١/٤) ، (١/٦) ولنتذكر أن :

$$\Delta = CL - CT$$

فإننا نحصل على :

$$\Delta = \sum V_A [Z_j (1-t)] - PA + \sum V_A [t A_j]$$

والتي تتعلق تماما بالتكلفة الإضافية للتمويل التأجيرى كما ظهرت
من العلاقة (١/٣) . وبمجرد أن يعرف المشروع التكاليف الفعلية للبدايل
المختلفة للتمويل فإنه يستطيع أن يختار البديل الأفضل بموجب هذا
التحليل . إن هذا لا يعنى أنه سوف يختار بالضرورة الإمكانيات الأفضل
بالسوق : لأن كل ذلك يعتمد بالفعل علي خصائص أخرى غير التكاليف
الخاصة لكل بديل . إن التمويل التأجيرى يعتبر بكل تأكيد أحد أشكال
الإقتراض الأكثر تكلفة . ولكن هذا لا يعنى أنه يجب الإعتماد بشكل
نظامى على ذلك . إن المشروع يستطيع أن يقبل تماما عقدا للتأجير
التمويلى لأسباب مختلفة ومزايا متنوعة يستطيع أن يقدمها . لقد رأينا
أن ، فى بعض الحالات ، أن التمويل التأجيرى يسمح للمشروع .
أكثر . فإذا كان ذلك هو الحال . وإذا كان الإستثمار الإئتمنى ..

السياسة العامة للمشروع ، فإن ذلك يمكن أن يكون ميزة قاطعة . ان ذلك وحده هو ما يمكن أن نجده وحده ، ولكننا فيما بعد نريد أن نذكر بسرعة بعض الخصائص التى ترتبط غالبا بالتمويل التأجيرى .

ج - عوامل أخرى للتمويل التأجيرى :

من بين المزايا موضع التطبيق بشكل غالب بواسطة شركات التمويل التأجيرى تظهر حقيقته غير القابلة للنقاش بالنسبة لحجم الإستثمارات والكسب الضريبى اللتان يؤدىان إليهما التمويل التأجيرى . وفيما يتعلق بمشكلة حجم الإستثمارات ، فلقد رأينا أنه يجب التفكير فيها : إنه من النادر أن يسمح التمويل التأجيرى بشكل فعلى لمشروع ما يدار إدارة جيدة أن يزيد حجم إستثماراته المنتجة . وأكثر من ذلك حتى إذا كانت هذه الإستثمارات الإضافية ممكنة ، فإنه من الخطأ أن ندخلها من جديد عند تحليل التكلفة . وفيما يتعلق بالوفورات الضريبية أو الكسب الضريبى ، فإننا قد رأينا أن ذلك يرجع بشكل أساسى إلى حقيقة أن التمويل التأجيرى يعتبر أكثر غلوا من القرض المصرفى ، انه لا يجب إذن أن نعتبر مثل هذا الكسب الضريبى كما لو أنه ميزة حقيقية .

إننا نؤكد غالبا أن التمويل التأجيرى يعتبر طريقة أو وسيلة للتمويل والتى توفر النقدية . إن هذه الميزة تأتى من حقيقة إذا قام المشروع بالتأجير فإنه لن يكون فى حاجة إلى الإمداد بتمويل خاص به غير البديل التقليدى الذى يلزمه بشكل دائم تقريبا . إن الظاهرة تعتبر حقيقية بالنسبة لأي مشروع من المشروعات ، ولكنها لا تعتبر ميزة إلا بالنسبة لتلك المشروعات

التي تتعرض لمصاعب نقدية وأكثر من ذلك فإنه يجب وضع النقط على الحروف بالنسبة لأهمية هذه الميزة : إن التحسين لا يعتبر فوريا ، لأن كل شيء يحدث كما لو كان المشروع قد تعاقد على قرض قصير أو متوسط الأجل بالنسبة لتخفيف الضغط على موقفه بدلا من الإمداد بتمويل فوري ضروري . إنه يجب أن ننبه بشدة إلى أن التمويل التأجيري لا يشكل في أي حالة من الحالات تقدما لنقدية جاهزة قابلة للتخفيف من الوضع الحرج للنقدية .

إن السلع والمعدات الرأسمالية المؤجرة بواسطة مشروع ما ، وما يتعلق بذلك من ديون التمويل التأجيري ، لا تظهر في الميزانية ، وعلى أكثر تقدير فإن الالتزامات المتعلقة بالتمويل التأجيري يمكن أن يتم ذكرها فقط في ملحق الميزانية . إن توقيع عقد التمويل التأجيري لا يعدل أو يغير إذن وبشكل قاطع هيكل الميزانية وتركيبها وخصوصا هيكل الخصوم . إن هذا الهياك الواضح قد أدى إلى قيام بعض المؤلفين وبعض شركات التمويل التأجيري بأن يزعموا ويدعوا أن التمويل التأجيري لا يضر ولا يغير من مقدرة المشروع في الحصول على الإئتمان . إن مثل هذا التأكيد يشبه إلى حد كبير المقدرة على الإئتمان بهيكل الخصوم . إن المقدرة الائتمانية متضمنة فيه مقدرة المشروع على السداد المنتظم وفي المواعيد المحددة لكل التزاماته المالية بما في ذلك تلك الالتزامات الناجمة من عقد التمويل التأجيري . ومن البديهي إذن أن التمويل التأجيري لا يؤثر بالمقدرة الائتمانية بنفس القدر لأي قرض من القروض . ويبدو لنا من جهة أخرى نقطة إنتقاد إلى حد كبير في أننا لم ندخل في المحاسبة المالية المعدات

المؤجرة وديون التمويل التأجيرى المرتبطة بها ، لأن الصورة التى تعطىها إذن تعتبر صورة مشوهة تماما . ولذا ذكر أخيرا أنه حتى إذا كانت الديون الخاصة بالتمويل التأجيرى تظهر فى جانب الخصوم فى الميزانية ، نجد أنه من البساطة أن ندعى قياس المقدرة الإئتمانية للمشروع عن طريق معدل يصف هيكل الميزانية .

وبما تقدم ، فإنه يمكن أن نستخلص أنه من بين الزايا المتعلقة بشكل عام بالتمويل التأجيرى ، فإن بعضها يعتبر غير موجود على الإطلاق وأن بعضها الآخر لا يوجد بشكل حقيقى إلا من خلال بعض الشروط والظروف المحددة تماما . ومن وجهة نظر تطبيقية بحتة ، فإن التمويل التأجيرى له ميزتان أساسيتان : الأولى أن المشرع يمول مجموع مشترياته من السلع والمعدات الرأسمالية دون البحث عما يسمى " المزيج التموئلى " ، والثانية أنه يتجنب ضياع الوقت وذلك بفضل الأشكال المبسطة التى توجد فى عقود التمويل التأجيرى . والتى تعتبر متجانسة ومتلازمة . إن هاتين الميزتين قد تبدوان ركيكتين ، ولكن فى تحليل أخير يمكن إعتبارهما منشأ النجاح الذى عرفه التمويل التأجيرى . وفى الحقيقة ، فإن التمويل التأجيرى قد فقد جزءا كبيرا من جاذبيته إذا ما قامت البنوك بالتمويل الكلى لشراء السلع والمعدات الرأسمالية . ولذا ذكر فى هذا الصدد أن الفرق فى الاتجاه بين البنوك ومؤجرى السلع الرأسمالية يعتبر الأكثر غرابة ، خصوصا عندما نعرف بشكل عام ، أن شركات التمويل التأجيرى تعتبر تحت قيادة ورقابة البنوك .

إن التمويل التبريري ، بالمقارنة مع طرق التمويل الأخرى بأموال الغير له عيب مؤكد يرجع إلى تكلفته العالية نسبيا . لقد رأينا أن حساب هذه التكلفة لم يكن سهلا ميسورا ، عند القيام بالتحليل الذي تم إعداده ، فقد كنا مقيدين بحالة التمويل التأجيرى كما قمنا بعملية تجريد للقيمة المتبقية من المعدات الرأسمالية . ومع هذا فإن العامل الأخير أن يمارس تأثيرا هاما على التكلفة . ولكي نوضح الظاهرة ، فإننا سوف نفترض إفتراضين مختلفين : سوف نقوم في مثالنا بأن المشروع يستطيع إعادة شراء المعدات الرأسمالية فى نهاية السنة الخامسة على أساس الأسعار ٤٠٠٠ جنيه ، و ٢٠٠٠٠ جنيه بالتتابع لكل فرد . وتحت هذين الإفتراضين ، فإن معدل الفائدة الضمنى المحسوب يصل إلى ٣.٧٥٪ فى حين أن المعدل الأول الضمنى ، الذى تم إنشائه على أساس أن القيمة الحالية تساوي صفر وصل إلى ١٢.٥٪ فقط .

فإذا كان من السهل أن نأخذ فى الإعتبار سعر المعدات الرأسمالية فى نهاية المدة (سعر الإختيار) لحساب تكلفة التأجير التمويلى ، فإنه لن يكون هو الشيء نفسه فيما يتعلق بالتأجير للإستغلال . ومع ذلك ، فإنه بالنسبة لهذا النوع الأخير من الإيجار ، فإن الإستغلال سوف يظهر كأنه أكثر جاذبية بالنسبة للشراء عما إذا كانت السلعة تقل قيمتها بشكل سريع ، إن الصعوبة الأساسية التى يمكن أن نواجهها بالنسبة لحساب تكلفة التأجير للإستغلال تكمن فى التقديرات الواقعية بقدر الإمكان لهذه القيمة المتبقية بالنسبة لأفاق مختلفة من الوقت . إن هذا يعنى إذن أن نبقى واعين ومدركين أن التأجير للإستغلال سوف يظهر أقل تكلفة بالنسبة للشراء عما

كان يعتبر أكثر تشاؤما فيما يتعلق بدرجة السرعة التي يتقادم فيها المعدات الرأسمالية .

وفى الختام ، فإنه يبدو لنا أساسيا ألا نأخذ التمويل التأجيري إلا إذا كان ضروريا ، بمعنى أن ننظر إليه فقط كطريقة للتمويل ، حتى لو كان المؤجر يستطيع أن يزود المشروع بخدمات أخرى . وفى هذا الخصوص ، فإن التمويل التأجيري لا يمكن إعتباره إذن كترىاق لجميع الأمراض أو كحل سحرى لمشاكل التمويل ، بل على العكس ، إنه يدخل فى منافسة مع جميع الأشكال الأخرى للإقتراض ، حتى إذا كنا مرغمين على أنه أكثر ملائمة من البدائل الأخرى المقدمة بواسطة البنوك لتمويل السلع والمعدات الرأسمالية .

رابعا : التأجير التمويلي فى مصر :

ينظم عمليات التمويل التأجيري فى مصر قانون التأجير التمويلي رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٥ ولائحته التنفيذية والقواعد والمعايير المحاسبية المنفذة له .

❖ تعريف التأجير التمويلي :

تنص المادة ٢ من قانون التأجير التمويلي ولائحته التنفيذية على أنه بعد تأجيرا تمويليا فى تطبيق أحكام القانون ما يأتى :

(أ) كل عقد يلتزم بمقتضاه المؤجر بأن يؤجر إلى مستأجر منقولات مملوكة له وقت إبرام العقد أو تلقاها من المورد أستانادا إلى عقد من العقود

يخوله تأجيرها أو التصرف فيها بالبيع إلى المستأجر عند إنتهاء مدة الإيجار ويتم التأجير مقابل قيمة إيجارية يتفق عليها المؤجر مع المستأجر .

(ب) كل عقد يلتزم بمقتضاه المؤجر بأن يؤجر إلى المستأجر عقارات أو منشآت يقبضها المؤجر على نفقته بناء على طلب المستأجر بقصد تأجيرها إليه بالشروط والمواصفات والقيمة الإيجارية التي حددها العقد .

(ج) كل عقد يلتزم بمقتضاه المؤجر بتأجير ما إلى المستأجر تأجيرا قويا إذا كان هذا المال قد آلت ملكيته إلى المؤجر من المستأجر بموجب عقد يتوقف نفاذه بين الطرفين على إبرام عقد التأجير التمويلى .

وفي جميع الأحوال يجب أن يكون المال المؤجر لازما لمباشرة نشاط إنتاجى خدمى أو سلعى للمستأجر ولا يدخل فى عداد ذلك سيارات الركوب والدراجات الآلية .

وعموما يمكن القول أن القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٥ فى شأن التأجير التمويلى ينقسم إلى ٥ أبواب أساسية :

- الباب الأول ويتضمن أحكاما عامة خاصة بتعريف المؤجر وعقد التأجير التمويلى والمقاول والمستأجر وتعريف التأجير التمويلى والجهة الإدارية المختصة بقيد المؤجرين وحقوق المؤجر والمستأجر .

- الباب الثانى ويتضمن عقود التأجير التمويلى والتفاوض عليها والتزامات كل من المستأجر والمؤجر .

- الباب الثالث ويتضمن إنقضاء عقد التأجير التمويلي وفسخه .

- الباب الرابع ويتضمن القواعد المحاسبية والمعاملة الضريبية لعمليات التأجير التمويلي والتي يصدر بشأنها قرارات وزارية .

- الباب الخامس ويتضمن الجزاءات والغرامات والعقوبات الخاصة بعمليات التأجير التمويلي .

وبالرغم من أن هذه العمليات تتم عن طريق شركات متخصصة في التأجير التمويلي وأيضاً شركات إنتاج الأصول الرأسمالية إلا أن القانون قد أجاز أن يكون المؤجر للسلع والمعدات الرأسمالية أحد البنوك العاملة في مصر بشرط الترخيص له في ذلك بواسطة مجلس إدارة البنك المركزي بالشروط والأوضاع التي يحددها قرار الترخيص بذلك .

❖ مزايا التمويل التأجيري :

سوف نتناول في هذا الخصوص مزايا التمويل التأجيري بالنسبة لـ :

١ - بالنسبة للعميل المستأجر .

٢ - بالنسبة للمؤجر .

٣ - بالنسبة للإقتصاد القومي ككل .

١- المزايا بالنسبة للعميل المستأجر :

وهو الذي بناء على طلبه يقوم البنك أو الشركة بشراء الآلات والمعدات لكي تؤجرها له ، وتمثل أهم هذه المزايا في الآتي :

أ - التخفيف على العميل حيث أنه يحصل على المعدات أو الآلات المطلوبة بدون مساهمة من موارده الذاتية وذلك بدلا من أن يضطر إلى أن يضغط على جانب من سيولته المالية أو يتصرف في جانب من أصوله المتداولة أو أن يقترض بفوائد لكي يساهم في تمويل هذه الآلة بنسبة من أمواله .

ب - الميزة الأخرى للتمويل التأجيرى هي أن العميل المستأجر للآلة لا يظهرها في أصوله كأصل من الأصول الثابتة لأن الآلات والمعدات الرأسمالية المؤجرة تعتبر ملكا للغير (المؤجر) ، ولا يظهر فقط للقوائم المالية للمستأجر غير أقساط التأجير التى يدفعها العميل المستأجر للمؤجر ، وهذه الأقساط تنقسم من دعاء الريح الخاضع للضريبة وبالتالي يقل مقدار الضرائب التى يدفعها المستأجر ، أى أن أقساط التمويل التأجيرى تؤدى إلى مزايا وقورات ضريبية بالنسبة للمستأجر .

ج - أن العميل قد لا يستطيع أن يقترض مثل هذا الكم لتمويل الآلة التى يعجز عن تمويلها من موارده الذاتية ويعجز عن تمويلها بالإقتراض .

٢ - بالنسبة للمؤجر ذاته ،

والذى يكون عادة بنك أو شركة متخصصة في التأجير ، وهو مجال لتوظيف الأموال وتحويل خصته يحقق له عائد مناسب حيث أن المقرض يستفيد من عملية الفائدة الدائنة ويستفيد من عملية الإهلاك .

٣ - علي مستوى الإقتصاد القومي والدولة :

حيث تتمثل مزايا هذا النوع من التمويل التآجيري للآلات والمعدات الرأسمالية والمعدات الرأسمالية في أنه يساعد الشركات والإفراد على إقتناء الآلات والمعدات الرأسمالية بشكل أفضل وأسهل من الطرق الأخرى وفي وقت مناسب .

وكلما شجعت البنوك أصحاب المصانع والمنتجين علي أن أموالهم أو أموال تآجير معدات وآلات لهم كان متاحا في كثير من الأحيان ، كلما عجلت بزيادة الإنتاج لهذه المجالات على مستوى الإقتصاد القومي . فما دامت شركات تآجير الآلات والمعدات موجودة عند حاجة الـ ل لإقتناء الآلة ، وقادرة على الإنتاج بمعدلات مرضية ، فهذا معناه توفير مخاطر التضخم على العميل والذي ينشأ من إنتظاره سنتين أو ثلاثة أو أربعة إلى أن يدعم العميل من موارده الذاتية ويستطيع تمويل شراء الآلات أو المعدات الرأسمالية التي يحتاجها .

وأیضا عندما تتمكن المشروعات من الحصول على الآلات فإن هذا يمكنها من تشغيل مزيد من الأيدي العاملة التي تحتاج إليها في تشغيل هذه الآلات والمعدات مما يؤدي إلى خلق فرص عمل جديدة علي مستوى الدولة . وهذا یعنی أن الأمر لا يقتصر على شركة واحدة وإنما يتعلق بالمستوى القومي ككل ، فمع تعدد مثل هذه العمليات من بنوك وشركات متعددة لمحتاجي تآجير الأصول علس مستوى الدولة يؤدي إلي وجود فرص عمالة على مستوى الدولة بالإضافة إلى زيادة الإنتاج والإنتاجية وهذا

بطبيعة الحال يسهل من عمليات الإحلال والتجديد والتطوير إلخ . كما
أن هذا يساعد شباب الخريجين الذين يزيدون العمل فى مجالات حرة غير
حكومية بأن يقوموا بإنشاء صناعات صغيرة دون حاجة إلى رأس المال
المبدئ اللازم لشراء الآلات والمعدات وبالتالي فإن هذا يؤدي إلى إرتفاع
الإنتاج والدخل القومي ومعدل نمو الإقتصاد القومي .



Bibliotheca Alexandrina



0680172